

INFORME ANUAL 1988

BANCO DE ESPAÑA
Madrid 1989

INDICE

CAPITULO I

EVOLUCION ECONOMICA INTERNACIONAL	9
1. Introducción	10
2. Los países industriales	10
2.1. Actividad económica	10
2.2. Políticas económicas	14
3. Los países en desarrollo	17
4. Perspectivas para 1989	18

CAPITULO II

LA ECONOMIA ESPAÑOLA EN 1988	21
1. Introducción	23
2. Demanda	30
2.1. Demanda nacional	30
2.2. Demanda exterior	35
3. Producción, empleo y paro	44
3.1. Producción	44
3.2. Empleo y paro	48
3.2.1. La evolución del empleo	49
3.2.2. El crecimiento de la población activa	52
3.2.3. La evolución del paro	55
4. Precios y costes	55
5. Administraciones Públicas	61

CAPITULO III

LA POLITICA MONETARIA	69
1. Los objetivos y los resultados de la política monetaria en el año 1988	71
2. El comportamiento de los agregados	77
3. La evolución de los tipos de interés	83
4. La vertiente exterior de la política monetaria	88
5. Problemas e innovaciones en la instrumentación de la política monetaria	94
6. El papel de la política monetaria en el control de la inflación	99

CAPITULO IV

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA	105
1. Los flujos financieros de la economía	107
2. Los movimientos de capital con el exterior	111
3. La financiación de las Administraciones Públicas	119
4. La financiación de las empresas y familias	126
ANEXO LEGISLATIVO	133

SIGNOS UTILIZADOS

...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
»	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
Ø, ø	Referido a datos anuales (1970Ø) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
*	Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
a	Avance.
m.m.	Miles de millones de pesetas.
p	Puesta detrás de una fecha (enero [p]) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra indica que únicamente ésta es provisional.
M1	Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos de ahorro.
M3	Disponibilidades líquidas = M2 + Depósitos a plazo.
ALP	Activos líquidos en manos del público = M3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual (cuando no se utilizan medias i toma el valor uno).

ABREVIATURAS MAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
BE	Banco de España.
BOE	Boletín Oficial del Estado.
CAMPSA	Compañía Arrendataria del Monopolio de Petróleos, S. A.
CEE	Comunidad Económica Europea.
COMECON	Consejo de Asistencia Económica Mutua.
EEUU	Estados Unidos.
EPA	Encuesta población activa.
FMI	Fondo Monetario Internacional.
ICO	Instituto de Crédito Oficial.
INE	Instituto Nacional de Estadística.
INI	Instituto Nacional de Industria.
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo.
PIB	Producto Interior Bruto.
PNB	Producto Nacional Bruto.
RENFE	Red Nacional de los Ferrocarriles Españoles.
SME	Sistema Monetario Europeo.

CAPITULO I

EVOLUCION ECONOMICA INTERNACIONAL

1. INTRODUCCION

Durante el año 1988 las diferentes economías industriales mostraron, en términos generales, un comportamiento bastante satisfactorio, con unas tasas de crecimiento de la demanda y de la producción muy elevadas, dentro de un marco de auge de la inversión. Asimismo, la creación de nuevos puestos de trabajo consiguió disminuir la tasa de desempleo, el comercio internacional experimentó una gran expansión y los mercados financieros y cambiarios estuvieron inmersos en un clima de mayor estabilidad y confianza que en años anteriores. A su vez, todos estos desarrollos se produjeron dentro de un contexto moderado de las tasas de inflación de los principales países.

No obstante, en el transcurso del año fueron detectándose indicios de avivamiento de las tensiones inflacionistas. Este factor, junto con la insuficiente corrección de los desequilibrios fiscales y exteriores de los Estados Unidos puso de manifiesto el peligro existente de ruptura de la senda de crecimiento estable seguida por las principales economías en los últimos años. En consecuencia, las autoridades de la mayor parte de los países industriales pusieron en práctica unas políticas monetarias más restrictivas durante el segundo semestre del año.

En efecto, cuando a partir del mes de junio desaparecieron los temores de recesión derivados del desplome de las bolsas de valores en octubre de 1987, los principales gobiernos se marcaron como principal objetivo reducir las incipientes tensiones inflacionistas. Por esta razón, procedieron a elevar de forma generalizada los tipos de interés, en claro contraste con las disminuciones efectuadas a lo largo del último trimestre de 1987 y primeros meses de 1988. Simultáneamente, el clima de cooperación internacional que estuvo vigente desde mediados del año 1987 tendió a atenuarse a medida que transcurrió el año 1988, ante la prioridad otorgada por los distintos gobiernos a solucionar los problemas económicos de índole interna y ante la menor contundencia de los desequilibrios exteriores planteados.

Finalmente, los países en desarrollo registraron durante 1988 un crecimiento económico superior al del año anterior, aunque muy desigualmente repartido entre las distintas áreas geográficas. El mayor crecimiento se alcanzó, en buena medida, gracias a la fuerte actividad y expansión comercial derivadas del impulso económico experimentado por los países industriales. La favorable evolución económica permitió, a su vez, reducir la deuda exterior de los países más endeudados en relación a su volumen de exportaciones. No obstante, en términos de inflación, el balance del año 1988 resultó muy insatisfactorio para estos países.

2. LOS PAISES INDUSTRIALES

2.1. Actividad económica

Los países industriales mantuvieron durante 1988 un ritmo de actividad económica mayor que el esperado, teniendo en cuenta las consecuencias negativas que para ese año se vaticinaron tras el desplome bursátil de octubre de 1987. De este modo, el crecimiento registrado por el conjunto de estos países fue superior al de años anteriores, poniendo de manifiesto la continuidad del ciclo expansivo iniciado a finales de 1982 (véase cuadro 1). Pero, además de por su notable magnitud, la expansión económica del pasado año se caracterizó por su generalidad en todos los países industriales, hecho que se constató de manera especial en la CEE, que desde años anteriores venía creciendo a un ritmo inferior al de la media de la OCDE. Este dinamismo se tradujo, a su vez, en las tasas de utilización de la capacidad productiva instalada más elevadas de la presente década, lo cual dio lugar a un repunte inflacionista en muchos países.

El rápido crecimiento del pasado año fue debido, principalmente, al incremento que experimentaron las demandas internas, impulsadas, a su vez, por una in-

ECONOMIA MUNDIAL. PRODUCCION REAL (a)

CUADRO I

Tasas de variación

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (b)
TOTAL MUNDIAL	0,7	2,8	4,5	3,4	3,2	3,2	4,1	3,3
Países industriales	-0,3	2,8	4,9	3,4	2,6	3,4	4,1	3,3
Estados Unidos	-2,5	3,6	6,8	3,4	2,8	3,4	3,9	3,1
Japón	3,1	3,2	5,1	4,9	2,5	4,5	5,7	4,5
Alemania	-1,0	1,9	3,3	1,9	2,3	1,8	3,4	2,4
Francia	2,5	0,7	1,4	1,6	2,1	2,3	3,4	2,8
Reino Unido	1,8	3,6	2,1	3,5	3,2	4,6	4,4	3,3
Italia	0,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,1	3,8	3,4
Canadá	-3,2	3,2	6,3	4,6	3,2	4,0	4,5	2,9
Otros	0,4	2,2	3,6	3,2	2,1	2,7	3,1	2,6
Países en desarrollo	2,2	2,2	4,1	3,6	4,2	3,3	4,3	3,3
Otros (c)	2,9	3,6	3,1	3,4	4,1	2,5	3,8	3,3
PRO MEMORIA:								
Países exp. petróleo	0,7	-0,5	0,7	0,9	0,6	-0,3	2,2	2,3

Fuente: FMI.

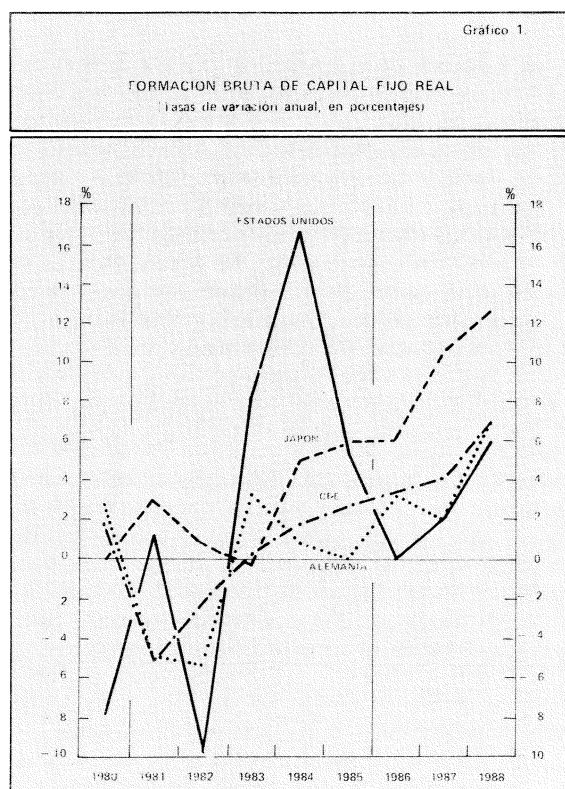
(a) PNB o PIB para países industriales y en desarrollo, y Producto Material Neto para otros países.

(b) Previsiones.

(c) Incluye la Unión Soviética y otros países del Este que no son miembros del FMI.

tensa actividad inversora (cuadro 2), mientras el consumo privado mantuvo la pauta de años anteriores. Por su parte, las altas tasas de inversión alcanzadas (véase gráfico 1) estuvieron motivadas por diversos factores. En primer lugar, las restricciones derivadas de una capacidad productiva insuficiente para hacer frente a la elevada demanda supusieron un estímulo para iniciar proyectos de renovación del aparato productivo. En segundo lugar, la pujanza de las demandas internas y externas de muchos países industriales se desarrolló en un clima de mayor estabilidad de los mercados financieros y de cooperación —menor, pero suficiente— entre las economías de mayor peso, aumentando de este modo la confianza del sector privado. Finalmente, la mejoría de la situación financiera de gran número de empresas, el aumento generalizado de la rentabilidad del capital y, en el caso de Europa, la necesidad de reforzar la competitividad con vistas al Mercado Unico de 1992, propiciaron que la inversión —y especialmente la inversión privada— fuera el motor fundamental del crecimiento económico durante 1988.

Este alto ritmo de crecimiento favoreció la creación de nuevos puestos de trabajo. Así, en los Estados Unidos y Japón se alcanzaron niveles récord de ocupación de la población activa, mientras que, en los países comunitarios, el empleo aumentó un 1 % que, a pesar de ser la cifra más alta de los últimos años,



Fuente: OCDE, CEE y Banco de España.

PAISES INDUSTRIALES. DEMANDA INTERIOR EN TERMINOS REALES

CUADRO 2

Tasas de variación

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (a)
PAISES INDUSTRIALES	-0,2	3,0	5,2	3,4	3,7	3,7	4,3	3,4
Consumo privado	1,4	3,1	3,2	3,7	3,8	3,3	3,4	3,2
Consumo público	1,7	1,8	3,0	4,7	3,7	1,9	1,2	2,1
Formación bruta capital fijo	-4,6	3,3	8,9	4,6	2,4	4,4	7,9	4,8
PRO MEMORIA:								
Estados Unidos	-1,9	5,1	8,7	3,8	3,7	3,0	3,0	2,8
Consumo privado	1,3	4,7	4,8	4,7	4,3	2,7	2,8	2,8
Consumo público	1,9	1,1	4,4	7,9	4,0	2,6	0,1	3,1
Formación bruta capital fijo	-9,6	8,2	16,8	5,4	0,0	1,9	6,1	4,2
Japón	2,8	1,8	3,8	4,0	4,0	5,2	7,7	5,2
Consumo privado	4,1	3,2	2,7	2,7	3,1	4,2	5,2	4,3
Consumo público	1,9	2,9	2,8	1,7	6,2	-0,7	2,1	2,1
Formación bruta capital fijo	0,8	-0,3	4,9	5,8	5,8	10,3	12,8	6,8
Alemania	-2,0	2,3	2,0	0,8	3,6	3,1	3,7	2,2
Consumo privado	-1,3	1,7	1,5	1,4	3,4	-3,5	2,7	2,5
Consumo público	-0,8	0,2	2,4	2,1	2,5	1,6	1,8	0,7
Formación bruta capital fijo	-5,3	3,2	0,8	0,1	3,3	1,8	5,4	3,7

Fuente: FMI.

(a) Previsiones.

no fue lo suficiente para situar la tasa de paro de la CEE por debajo del 11 %.

En esta situación, la inflación de la mayor parte de los países industriales interrumpió el proceso de desaceleración que venía experimentando en los últimos años. De este modo, aunque los aumentos de las tasas de crecimiento de los precios al consumo en 1988 no fueron cuantitativamente muy importantes, sí suscitaron un cambio cualitativo en la orientación de las expectativas inflacionistas (cuadro 3). Es cierto, no obstante, que en algunos países, como los Estados Unidos, Alemania y Reino Unido, el repunte inflacionista se venía manifestando desde la segunda mitad de 1987. Sin embargo, las medidas expansivas puestas en marcha por las economías industrializadas, con objeto de contrarrestar los efectos negativos del crash bursátil, supusieron una interrupción de las políticas antiinflacionistas que por esas fechas ya se habían iniciado.

En fin, el contexto expansivo de la actividad económica durante la primera parte de 1988 junto con la fuerte elevación registrada por los precios de las materias primas no energéticas —en parte consecuencia de lo anterior— avivaron las tensiones inflacionistas. No obstante, hay que destacar que el precio del

petróleo contrarrestó estas tensiones, ya que mantuvo a lo largo del año su trayectoria descendente y, asimismo, que los incrementos salariales también contribuyeron favorablemente a este proceso ya que, si bien en algunos países los aumentos nominales fueron importantes, éstos vinieron acompañados de unos incrementos de productividad que permitieron contrarrestarlos. Por último, el cambio de orientación de las políticas monetarias en los meses de verano, dirigido a frenar el avance de la demanda y —en Europa— a evitar una inflación importada derivada de la apreciación del dólar, así como los progresivos aumentos de la capacidad productiva en algunos sectores, permitieron contener parcialmente la aceleración de los precios.

El intenso ritmo de actividad económica que desarrollaron los países industriales propició un notable incremento de las relaciones comerciales internacionales, que se tradujo en un aumento del comercio mundial del 9,3 %. Dentro de este clima favorable, los desequilibrios comerciales entre los Estados Unidos, Japón y Alemania evolucionaron positivamente durante el año, si bien la reducción del déficit norteamericano superó la corrección de los superávits de Japón y Alemania (gráfico 2). En efecto, el déficit de la ba-

ECONOMIA MUNDIAL. PRECIOS

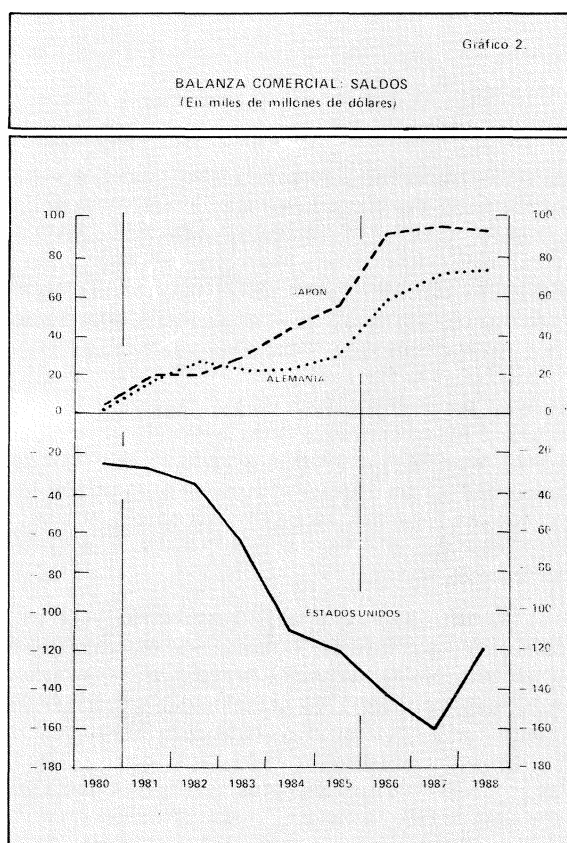
CUADRO 3

Tasas de variación

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (a)
	PRECIOS AL CONSUMO							
PAISES INDUSTRIALES	7,5	4,9	4,7	4,1	2,3	2,9	3,2	3,8
Estados Unidos	6,1	3,2	4,4	3,5	2,0	3,6	4,1	4,7
Japón	2,7	1,9	2,3	2,0	0,6	0,1	0,7	1,3
Alemania	5,3	3,3	2,4	2,2	-0,2	0,2	1,2	2,8
Francia	11,8	9,6	7,4	5,8	2,5	3,3	2,7	3,0
Reino Unido	8,6	4,6	5,0	6,1	3,4	4,1	4,9	7,3
Italia	16,5	13,1	10,8	9,1	5,9	4,7	5,0	5,9
Canadá	10,8	5,8	4,3	4,0	4,2	4,4	4,0	4,1
Otros	9,7	7,6	6,3	5,8	4,8	4,1	3,9	3,8
PAISES EN DESARROLLO	25,2	32,4	38,2	39,7	31,1	40,5	67,1	45,5
PRO MEMORIA:								
Países exp. petróleo	16,6	23,6	20,1	16,9	24,6	33,1	33,8	15,7

Fuente: FMI.

(a) Previsiones.



Fuente: OCDE y Banco de España.

lanza comercial de los Estados Unidos se redujo —por primera vez en la presente década— de manera significativa. Por su parte, la economía japonesa cerró el año con un saldo comercial positivo ligeramente inferior al del año anterior, mientras que Alemania vio incrementado su superávit. Esta mejora de los saldos exteriores norteamericanos fue debida, fundamentalmente, a la ganancia de competitividad de sus productos inducida por la depreciación del dólar de años anteriores, y a un comportamiento adecuado de las demandas internas de los principales países implicados.

No obstante, las balanzas por cuenta corriente reflejaron una corrección diferente que la experimentada en las balanzas comerciales (véase cuadro 4). En concreto, los Estados Unidos redujeron su déficit corriente en menor cuantía que el déficit comercial; hecho que es atribuible al peso de los pagos por intereses de la deuda exterior norteamericana. En el resto de las economías industriales, los resultados a finales del año 1988 no supusieron importantes variaciones respecto al año previo, a excepción del Reino Unido, que experimentó un espectacular empeoramiento de su balanza corriente, y de Japón, que redujo su superávit significativamente.

En el contexto europeo, durante el pasado año se consiguió una mayor convergencia de los resultados económicos de los países de la CEE. Por un lado, se alcanzaron tasas de crecimiento muy similares en todos los países, destacando el aumento experimenta-

do en Alemania, que desde años anteriores venía creciendo a un ritmo notablemente inferior al resto de la Comunidad. Por otro lado, se redujeron los diferenciales entre tasas de inflación, si bien conviene resaltar la orientación al alza que ha tenido esta convergencia. Por último, los desequilibrios comerciales intracomunitarios no registraron una evolución tan favorable, ya que Alemania incrementó sustancialmente su superávit, mientras que el resto de los países miembros aumentaron sus déficit.

2.2. Políticas económicas

Las políticas fiscales instrumentadas por los países industriales a lo largo de 1988 estuvieron dirigidas a la reasignación de recursos a medio plazo, en un intento de sanear las finanzas públicas y asegurar un crecimiento económico sostenido. Con esta finalidad, los distintos gobiernos decidieron continuar con los programas de consolidación presupuestaria vigentes desde años anteriores, tendentes a reducir sus déficit públicos y a lograr una menor participación del gasto público en la economía en un horizonte temporal más o menos dilatado.

El grado de éxito alcanzado fue diverso. En términos generales, los países industriales experimentaron una disminución de sus necesidades de financiación en relación al PIB (véase cuadro 5), derivada tanto del comportamiento moderado de los gastos públicos como —sobre todo— del aumento de los ingresos recaudados. No obstante, dado que la mejora vino

asociada principalmente al elevado ritmo de crecimiento de esos países, más que a decisiones explícitas de las autoridades económicas, el ajuste presupuestario realizado durante el pasado año puede calificarse de insuficiente y el impacto de la política fiscal sobre la demanda como neutral.

En los Estados Unidos, si bien el año fiscal terminó con un déficit federal superior al año anterior y al fijado en la ley Gramm-Rudman-Holling, el déficit público en relación al PNB se redujo hasta situarse en un 1,8 % frente al 2,3 % del año 1987, debido, precisamente, al dinamismo que presentó la economía norteamericana. Por el contrario, en Japón y Alemania las autoridades económicas adoptaron un tono fiscal más expansivo a finales de 1987 y principios de 1988 en un intento de amortiguar los previsibles efectos negativos derivados de los acontecimientos bursátiles de octubre de 1987. Así, a principios del pasado año se inició en Japón un amplio programa de gastos en obras públicas encaminado a reforzar la demanda interna. Sin embargo, la pujanza de la economía japonesa hizo que el volumen de ingresos fuera sustancialmente superior al programado, lo que permitió aumentar el superávit presupuestario. Por su parte, Alemania instrumentó el estímulo fiscal, principalmente, a través de una disminución de los impuestos directos, que se puso en vigor con un año de adelanto respecto a la fecha prevista en los programas anteriormente establecidos. Como resultado de estas situaciones, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas alemanas alcanzaron el 2,0 % del producto interior bruto, cifra superior tanto

ECONOMIA MUNDIAL. BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE

CUADRO 4

Saldos en m.m. de dólares

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (a)
PAISES INDUSTRIALES	-19,5	-18,0	-57,3	-51,1	17,5	-44,6	-59,0	-67,0
Estados Unidos	-8,7	-46,3	-107,1	-115,1	-138,8	-154,0	-135,3	-139,3
Japón	6,8	20,8	35,8	49,2	85,8	87,0	79,5	84,0
Alemania	5,1	5,3	9,9	16,6	39,3	45,0	48,5	49,7
Francia	-12,1	-4,7	-0,8	-0,3	3,0	-4,1	3,8	-2,0
Reino Unido	8,2	5,8	2,7	4,3	-0,3	-4,4	-26,2	-30,3
Italia	-6,2	1,5	-2,5	-3,7	2,6	-1,0	-4,2	-5,3
Canadá	2,3	2,5	2,1	-1,4	-7,6	-8,0	-9,2	-13,8
Otros	-15,0	-3,0	3,3	-0,6	-1,5	-5,3	-8,2	-10,0
PAISES EN DESARROLLO	-83,4	-62,4	-31,4	-26,0	-42,2	1,4	-19,1	-19,4
PRO MEMORIA:								
Países exp. petróleo	-15,2	-16,9	-1,5	2,8	-31,0	-3,7	-20,4	-13,1

Fuente: FMI.

(a) Previsiones.

PAISES INDUSTRIALES. DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+) DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS (a)

Porcentajes sobre el PIB/PNB

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (b)
Estados Unidos	-3,5	-3,8	-2,8	-3,3	-3,4	-2,3	-1,8	-2,2
Japón	-3,6	-3,7	-2,1	-0,8	-0,9	0,6	1,1	1,6
Alemania	-3,3	-2,5	-1,9	-1,1	-1,3	-1,8	-2,0	-0,8
Francia	-2,8	-3,2	-2,8	-2,8	-2,9	-2,4	-1,9	-1,8
Italia	-11,3	-10,6	-11,5	-12,5	-11,4	-10,5	-10,2	-10,2
Reino Unido	-2,4	-3,4	-3,9	-2,9	-2,4	-1,4	0,5	1,7
Canadá	-5,9	-6,9	-6,4	-7,0	-5,5	-4,6	-3,3	-4,4

Fuente: FMI.

(a) En términos de contabilidad nacional.

(b) Previsiones.

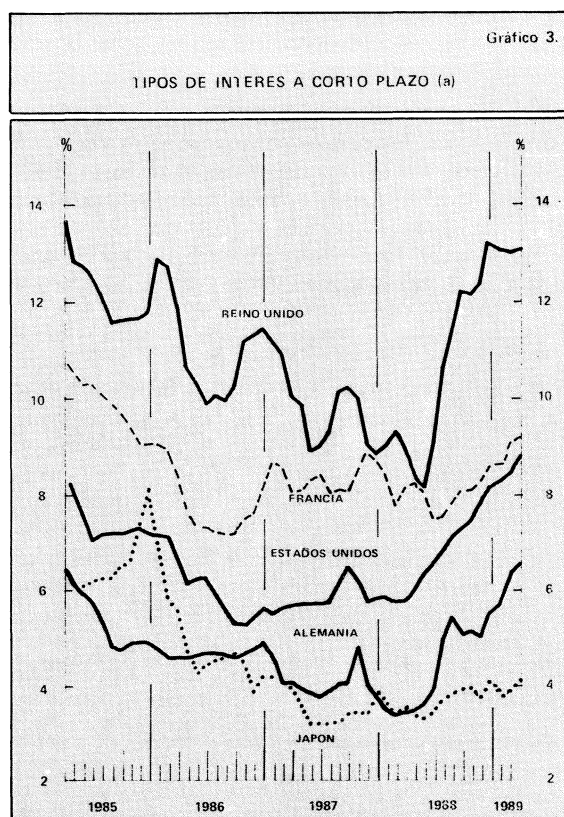
a la del año 1987 como a la registrada en los principales países europeos, con la excepción de Italia.

La resistencia generalizada de los diversos sectores públicos a disminuir sus niveles de gasto contribuyó a que la pujanza de las demandas nacionales se tradujese en mayores presiones inflacionistas en aquellos países con altos índices de utilización de la capacidad productiva, al tiempo que supuso una dificultad adicional para la corrección de los desequilibrios exteriores existentes. Por todo ello, puede afirmarse que, en general, la política fiscal no cooperó con la intensidad requerida en la lucha antiinflacionista, descargando la mayor parte de la responsabilidad sobre la política monetaria.

Esto hizo que durante 1988 las políticas monetarias de los principales países industriales tuvieran un comportamiento diametralmente opuesto en los dos semestres del año. Durante el primero, la oferta monetaria siguió un senda acomodaticia, con objeto de no frenar la tasa de expansión de las distintas economías y de reestablecer la confianza en los mercados financieros internacionales. A lo largo de la segunda parte del año, por el contrario, las políticas monetarias adoptaron un signo de mayor restricción, una vez confirmado el fuerte crecimiento de la producción y la aparición de síntomas de recalentamiento en algunas economías. En consecuencia, al periodo de disminución de los tipos de interés siguió otro de subidas generalizadas de los mismos, con intensidades variables según los distintos países, tal como puede apreciarse en el gráfico 3.

En cuanto a las políticas cambiarias, las autoridades intentaron conseguir una evolución ordenada de los distintos tipos de cambio, pero dejando aparecer, en mayor medida que en el año anterior, las diferentes presiones manifestadas en los mercados. Por tan-

to, no existieron, como en los Acuerdos del Louvre del año 1987, unos rangos de paridades del dólar frente a las principales monedas fijados previamente a nivel internacional, y las intervenciones oficiales en

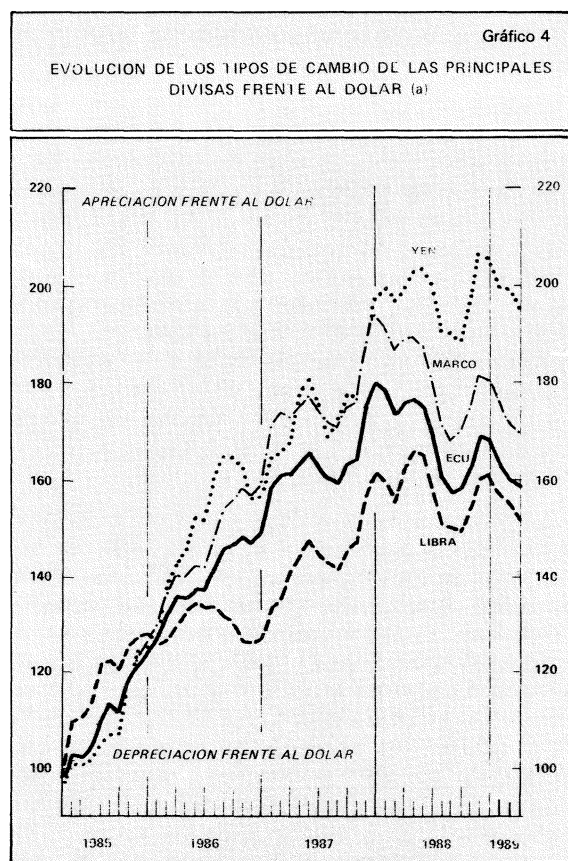


Fuente: OCDE.

(a) Tipos de interés más representativos en el mercado monetario de cada país. Cifras medias mensuales a partir de datos diarios.

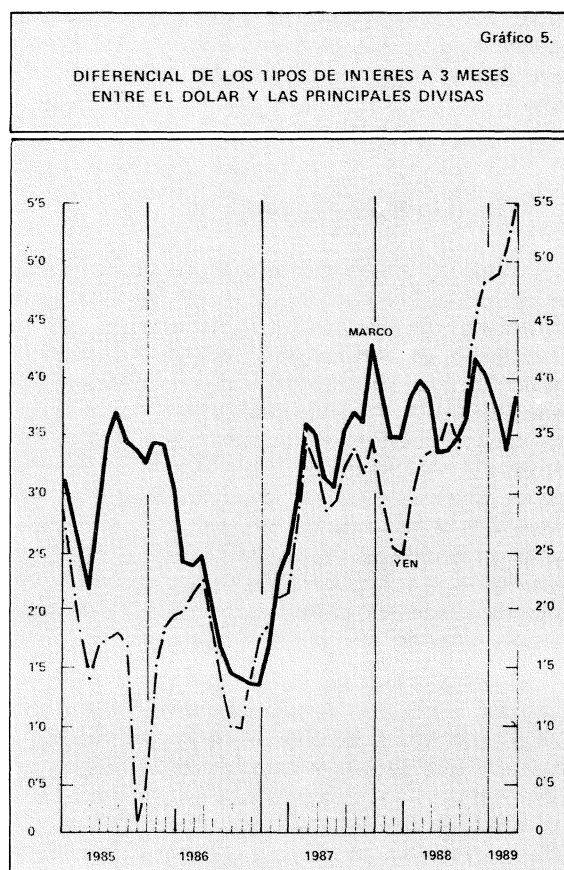
los mercados de cambios fueron sustancialmente inferiores en cuantía a las del año anterior. En este contexto, se asistió a la fuerte pujanza del dólar durante el año —salvo en los meses próximos a las elecciones presidenciales norteamericanas— que fue reflejo de la buena marcha de la economía estadounidense y de los logros conseguidos en el ajuste del desequilibrio de su balanza comercial.

Así, a lo largo de 1988, el dólar se apreció un 3,6 % en términos efectivos, destacando la fuerte subida frente al marco alemán y frente al resto de las monedas europeas, reflejada en una subida del 6,3 % con respecto al ECU. Los mayores diferenciales de interés a favor de la moneda estadounidense en comparación con 1987 y la mayor confianza depositada en su economía fueron los factores que impulsaron la fortaleza comentada (véanse gráficos 4 y 5). Por el contrario, el dólar se depreció frente al yen en torno a un 4 %.



Fuente: Banco de España.

(a) Índice de los tipos de cambio nominales (base enero de 1985 = 100) elaborado a partir de los tipos de cambio medios mensuales del mercado al contado.



Fuente: OCDE.

Por último, dentro del ámbito del sistema monetario internacional, el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo fue satisfactorio pues, con la excepción de períodos muy concretos, los tipos de cambio de las monedas participantes registraron una evolución bastante estable. De hecho, desde su creación en 1979, el período comprendido entre enero de 1987 y el momento presente ha constituido el lapso temporal más prolongado sin reajustes de paridades centrales. La problemática común planteada en las distintas economías europeas —aparición de síntomas inflacionistas y depreciación de las monedas frente al dólar—, el avance en la convergencia de las políticas instrumentadas por los países miembros, la utilización activa de los tipos de interés internos y de sus diferenciales entre éstos y los tipos exteriores, y el mayor grado de confianza y credibilidad en el mecanismo de estabilidad cambiaria europea fueron los factores fundamentales que indujeron su favorable evolución. A su vez, la fortaleza mostrada por el dólar promovió la canalización de recursos desde las mo-

nedas comunitarias hacia la divisa estadounidense, acontecimiento que también facilitó la estabilidad cambiaria entre el marco y el resto de divisas europeas.

3. LOS PAISES EN DESARROLLO

El ritmo de la actividad económica de los países en desarrollo durante 1988 fue mayor que el previsto a mediados del pasado año, registrando una tasa de crecimiento, en términos reales, del 4,3 % (Cuadro 1). Es de destacar que dicho ritmo de crecimiento fue el más elevado de los alcanzados a lo largo de la última década y superó en un punto porcentual al observado el año precedente. No obstante, las informaciones disponibles señalan una gran diferencia en la evolución de las distintas áreas no industrializadas, como ya ocurrió en el año 1987. Debe destacarse, igualmente, el empeoramiento de los desequilibrios internos y externos, si bien con sensibles disparidades en su distribución por áreas y grupos de países.

Los países exportadores de petróleo crecieron, en conjunto, a una tasa significativamente superior a la del pasado año, superando el estancamiento registrado en 1987 gracias a la expansión de la producción petrolífera en la mayoría de ellos. Al mismo tiempo, los países no industrializados importadores de petróleo registraron globalmente una evolución más dinámica respecto al año precedente.

Por áreas geográficas, el mayor crecimiento se alcanzó en el continente asiático, con un aumento de la producción del 9 %, casi dos puntos porcentuales superior al registrado en 1987. Esta evolución fue resultado del fuerte ritmo de actividad de algunos de los mayores países del continente —India, Indonesia— y, especialmente, del notable dinamismo de las economías exportadoras de manufacturas (Hong Kong, Corea del Sur, Singapur y Taiwan). También el conjunto de países de Oriente Medio creció a un ritmo mayor que el del año precedente.

En cambio, la evolución de las economías africanas y latinoamericanas fue netamente desfavorable, debido en gran medida a las dificultades derivadas de sus elevados niveles de endeudamiento exterior y de pagos por servicio de los mismos. En el caso de América Latina dicha evolución fue, en buena parte, resultado de la situación de estancamiento que atravesaron las principales economías de la región —Brasil, México y Argentina—, como consecuencia de la restricción al crecimiento impuesta por la carga del servicio de la deuda exterior y del fracaso, en gene-

ral, de los procesos de ajuste llevados a cabo en dichos países; contrarrestando todo ello, sobradamente, el estímulo expansivo derivado del crecimiento de las exportaciones.

Deben destacarse, asimismo, tres características relevantes de la evolución económica registrada en los países en desarrollo durante el pasado año. En primer lugar, el bajo nivel que —con excepción de las economías del continente asiático— representó la formación bruta de capital en la mayoría de los países, al igual que ha venido sucediendo desde el inicio de la actual década.

En segundo lugar —y a diferencia de lo ocurrido en 1987— el deterioro experimentado por la relación real de intercambio de estos países, que tendió a limitar el efecto positivo del fuerte ritmo de aumento de las exportaciones. Sin embargo, si bien el descenso en la relación real de intercambio fue intenso en el caso de los países exportadores de petróleo, en los restantes países registró una evolución favorable debida al aumento de los precios de las materias primas.

Y, en tercer lugar, el sensible aumento de la inflación en el conjunto de los países en desarrollo, que llegó a ser del 67 % en 1988. No obstante, en este aspecto también deben diferenciarse netamente las situaciones de las distintas áreas. Así, la tasa de inflación de los países exportadores de petróleo fue, en promedio, cercana al 34 %, cifra similar a la registrada en 1987. En cambio, la inflación en los restantes países no industrializados tendió a acelerarse, alcanzando en promedio una tasa del 82 % —que prácticamente duplicó la registrada el año precedente—, y en la que pesó decisivamente el fuerte aumento de precios experimentado en América Latina, cuya tasa de inflación fue del 278 %.

Por lo que se refiere a los desequilibrios exteriores, la balanza por cuenta corriente de los países en desarrollo empeoró sensiblemente en 1988, alcanzando un déficit global de 19 m.m. dólares, que contrasta con el ligero superávit contabilizado en 1987. La evolución más desfavorable —derivada del deterioro de la balanza comercial— correspondió a los países exportadores de petróleo, con un déficit de más de 20 m.m. dólares. En las restantes áreas geográficas, destacaron los déficit de América Latina (11,5 m.m. dólares) y el continente africano (9,5 m.m. dólares), frente al superávit conjunto de las economías asiáticas (10 m.m. dólares).

Un elemento crucial de la evolución económica de los países en desarrollo más endeudados durante 1988 continuó siendo la práctica inexistencia de flu-

jos privados de capitales netos procedentes del exterior. Este aspecto, directamente ligado a la desconfianza de los acreedores privados ante el enorme volumen alcanzado por la deuda exterior, obligó a muchos países endeudados a mantener superávit comerciales para atender el pago de intereses de la deuda. Concretamente, el endeudamiento exterior de los países en desarrollo se elevó a 1242 m.m. dólares a finales de 1988 (cuadro 6), lo que representó más del 36 % del PIB global de dichos países, y un porcentaje superior al 140 % de sus exportaciones totales. Al mismo tiempo, el servicio de la deuda alcanzó un volumen de 172 m.m. dólares, lo que supuso, aproximadamente, el 20 % de sus exportaciones.

Estas cifras, a todas luces insostenibles por los países en desarrollo, señalan que el problema de la deuda exterior no ha experimentado ninguna mejoría sustancial en los últimos años. Por el contrario, las restricciones impuestas por la carga de la deuda sobre las posibilidades de crecimiento de las economías endeudadas han contrarrestado o limitado la eficacia de los diversos planes de ajuste económico que se han instrumentado en algunos países deudores. Ello ha sido patente en el continente africano y, sobre todo, en América Latina, región que representó, a finales de 1988, el 33 % de la deuda total de los países en desarrollo y en la que el servicio de la deuda se elevó al 43 % de las exportaciones.

4. PERSPECTIVAS PARA 1989

El año 1988 finalizó en medio de un cierto escepticismo respecto a la posibilidad de que las econo-

mías industrializadas pudiesen continuar con la expansión iniciada hace seis años. Los principales obstáculos a los que se han enfrentado dichas economías desde principios del presente año han sido el rebrote inflacionista —cada vez más generalizado a medida que transcurrían los meses del presente ejercicio— y el menor ritmo de corrección de los desequilibrios presupuestarios y exteriores experimentado desde mediados del pasado año. Y aunque estos problemas ya se venían manifestando con anterioridad, su persistencia supone que el reto más importante al que se deben enfrentar las autoridades económicas de estos países a lo largo de 1989 es, precisamente, intentar reconducir sus economías hacia sendas de crecimiento no inflacionista, sostenibles a medio plazo.

Con esta finalidad, desde el mes de junio del pasado año se asiste a un cambio de énfasis en la instrumentación de las políticas macroeconómicas. De nuevo, el control de la inflación vuelve a ser el objetivo principal de las autoridades. Sin embargo, el carácter de las medidas adoptadas desde entonces, si bien orientadas en la dirección adecuada, representa la principal fuente de incertidumbre para la evolución económica internacional en 1989.

En efecto, la reacción inicial adoptada en la mayoría de los principales países, con la excepción significativa de Japón, quedó circunscrita a llevar a cabo elevaciones graduales de los tipos de interés, sin utilizar otros instrumentos, en un intento de aminorar el crecimiento de las demandas de los sectores privados respectivos. Esta actitud ha continuado durante los primeros meses de 1989.

PAISES EN DESARROLLO. ENDEUDAMIENTO EXTERIOR

CUADRO 6

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (a)
VALORES, EN M.M. DOLARES:								
Deuda Exterior (b)	851,6	904,5	947,2	1.023,3	1.141,1	1.230,2	1.241,8	1.293,3
Servicio de la Deuda (c)	140,5	125,5	125,6	144,5	153,7	157,5	172,2	178,6
RATIOS, EN PORCENTAJE:								
Deuda Exterior/Exportaciones (d)	120,0	134,8	134,4	150,8	170,8	158,6	142,1	136,1
Servicio Deuda/Exportaciones (d)	19,8	18,7	20,0	21,3	23,0	20,3	19,7	18,8

Fuente: FMI.

(a) Previsiones.

(b) Excluye la deuda al FMI.

(c) Excluye el servicio de la deuda al FMI, así como los pagos por intereses de la deuda a corto plazo.

(d) Exportaciones de bienes y servicios.

Los riesgos —y las limitaciones— de continuar de forma exclusiva con este proceso son evidentes, sobre todo teniendo en cuenta la naturaleza del actual rebrote inflacionista. Como se señaló en epígrafes anteriores, en determinados países la desaceleración de la demanda agregada obliga a reducir el crecimiento del gasto privado, ante el poco margen de maniobra que permiten los comportamientos del sector público y exterior. El insuficiente ajuste fiscal realizado en algunos casos supone que la pujanza de la demanda de los sectores privados se traduzca en mayores presiones inflacionistas, sobre todo en los Estados Unidos y en aquellos países que presentan un alto índice de utilización de su capacidad productiva u otros condicionantes por el lado de la oferta. A su vez, la repercusión de este comportamiento en los mercados cambiarios induce a otros países a elevar el nivel de sus tipos de interés en defensa de sus monedas y a intervenir de manera cuantiosa en los mercados cambiarios, en una actitud no siempre coincidente con sus objetivos internos.

En definitiva, las incertidumbres para el año en curso tienen que ver con el hecho de que durante el pasado año la política monetaria no se haya visto suficientemente arropada en su tarea de controlar la inflación y, al tiempo, haya debido mantener la estabilidad en los mercados cambiarios. Esta combinación inadecuada de políticas es una amenaza para la actividad económica de los países industrializados y de los países en desarrollo. Para los primeros, porque existe un riesgo recesivo asociado al efecto que un nivel excesivo de tipos de interés puede tener sobre la inversión, precisamente el componente en que se ha venido basando la expansión económica de los últimos años. Y, para los países en desarrollo, porque la subida generalizada de tipos de interés supone el agravamiento del problema de la deuda exterior, lo que puede cuestionar y aún paralizar los programas de ajuste que se intentan llevar a cabo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) sitúa sus previsiones para 1989 en un marco de mayor protagonismo de la política fiscal y de mantenimiento del grado de cooperación económica internacional. Previsiones, que sugieren su esperanza de que el proceso de elevación de los tipos de interés llevado a cabo hasta ahora servirá para contener las presiones inflacionistas en el presente año.

A grandes rasgos, estas previsiones contemplan la continuación de la expansión económica mundial, si bien a ritmos más moderados que los registrados en 1988, y sin que se prevean aceleraciones significativas de la inflación. Así, se estima que la economía mundial crecerá a un ritmo cercano al 3,3 %, con un

comportamiento similar en las diferentes áreas, lo que posibilitará un aumento del 5,8 % del comercio mundial.

Por su parte, las economías industriales registrarán, según estas estimaciones, un descenso de 0,8 puntos porcentuales en sus ritmos de crecimiento respecto a 1988 —situándose en el 3,3 %— como resultado, fundamentalmente, del impacto contractivo de la reciente elevación de tipos de interés sobre las demandas internas, sin que las demandas exteriores sean capaces de compensarlo plenamente. A su vez, el componente de la demanda interna que puede registrar un descenso más significativo es el correspondiente a la inversión. La razón se encuentra en que muchos de los factores que contribuyeron a alcanzar las altas tasas de inversión de años anteriores comienzan a presentar signos de retroceso y que a ello se suma el efecto de los altos tipos de interés.

Por otro lado, se prevé una inflación de los países industriales, medida por el índice de precios al consumo, del 3,8 % —seis décimas por encima de la alcanzada en 1988—. Y, aunque se espera que dicha inflación remita en 1990, que esto suceda dependerá de la desaceleración de las demandas internas respectivas y de la relativa estabilidad del precio del petróleo. Sin embargo, el comportamiento de la inflación en la mayoría de los países industriales durante los primeros meses transcurridos de 1989, así como el acuerdo alcanzado por los países de la OPEP, respecto al nuevo sistema de cuotas en vigor desde el pasado mes de enero, suponen una seria dificultad para el cumplimiento de estas previsiones.

Quizás, donde las previsiones incorporen un mayor grado de pesimismo sea en la corrección de los desequilibrios exteriores. De hecho, se contempla un aumento de 8 m.m. de dólares del déficit por cuenta corriente para la totalidad de los países industriales, con los Estados Unidos presentando un déficit de 139,3 m.m. de dólares. Asimismo, Japón y Alemania registrarán, según dichas previsiones, una ampliación de sus superávits, alcanzando 84 y 50 m.m. de dólares respectivamente. Esta evolución parece indicar que los mercados financieros pueden volver a mostrar una falta de confianza sobre la capacidad de financiar estos desequilibrios, lo que podría tener repercusiones negativas sobre la cotización del dólar.

Por su parte, el ajuste fiscal previsto para el año en curso es mayor que el registrado en 1988. Así, se estima que los principales países industriales experimentarán —a excepción de Italia y Canadá— una reducción de las necesidades de financiación del sector público en términos del PIB. Sin embargo, en los

Estados Unidos se prevé un aumento del déficit público para el presente año fiscal que supera en 27 m.m. de dólares lo presupuestado en la ley Gramm-Rudman-Hollings, lo que hace pensar en un diferimiento del proceso de corrección fiscal y en las amplias dudas que los organismos internacionales mantienen sobre el cambio en la combinación de políticas económicas.

Las perspectivas económicas de los países en desarrollo en 1989 están condicionadas por la desaceleración de la producción y el comercio mundial prevista para el año en curso, por la tendencia al alza esperada para los tipos de interés internacionales, y por la evolución del precio del petróleo. Al mismo tiempo, subsiste un importante grado de incertidumbre acerca del curso de los procesos de ajuste estructural en los países fuertemente endeudados. En principio, se prevé que la expansión global de los países en desarrollo se desacelerará en 1989, situándose su tasa de crecimiento anual ligeramente por encima del 3 %, lo que representa una caída de un punto porcentual respecto a 1988. En este contexto, se estima que la elevada tasa de inflación del pasado año en los países en desarrollo disminuirá al 45 %, gracias, principalmente, a una desaceleración sustancial en América Latina. No obstante, estas previsiones están sujetas en la actualidad a un amplio margen de incertidumbre, al igual que las correspondientes a los saldos de las balanzas por cuenta corriente. En estas últimas, se estima una sensible disminución del déficit de los países productores de petróleo y, en cambio, un aumento del déficit correspondiente a los países importadores, de forma que el déficit externo global de las economías en desarrollo se situará finalmente en 19 m.m. de dólares, cifra similar a la registrada en 1988.

La evolución esperada del endeudamiento exterior de los países en desarrollo presenta, en principio, es-

casas variaciones en relación al pasado año, aunque la desaceleración del crecimiento mundial y la tendencia alcista de los tipos de interés suponen, a priori, un marco claramente desfavorable para los países deudores. No obstante, cabe esperar algún efecto favorable derivado de la nueva estrategia de los países acreedores frente al problema de la deuda, centrada en el recientemente lanzado Plan Brady, que pretende una reducción voluntaria de la deuda en los países más fuertemente endeudados por parte de los bancos privados —aunque en cuantía aún no precisada—, con el apoyo financiero —tampoco concretado por el momento— de las instituciones internacionales y, en especial, del FMI. Sin embargo, es probable que los efectos positivos derivados del nuevo enfoque de la deuda tengan una incidencia relativamente reducida a lo largo del año en curso.

En fin, tal y como anteriormente se ha mencionado, 1989 será un año en que la actividad económica alcanzará sendas de crecimiento más sostenibles a medio plazo en el área de los países industriales. Sin embargo, la incertidumbre existente respecto a la combinación de políticas económicas hace necesario que la política fiscal asuma en algunos de los principales países la responsabilidad que le corresponde en el mantenimiento del crecimiento no inflacionario y de la estabilidad cambiaria, en lugar de hacer recaer aquélla de forma exclusiva sobre la política monetaria. Por lo que respecta a los países en desarrollo, la reducción negociada de sus altos niveles de endeudamiento, la puesta en marcha de planes de ajuste estructural, y el mantenimiento de la expansión de los países industriales en un clima de tipos de interés más reducidos constituyen la única vía para restablecer sus posibilidades de crecimiento a medio plazo. No parece, sin embargo, que todas estas condiciones vayan a darse simultáneamente o con la intensidad requerida en 1989.

CAPITULO II

LA ECONOMIA
ESPAÑOLA EN 1988

1. INTRODUCCION

La economía española registró, en 1988, una tasa de crecimiento elevada, superior al 5,0 % —véase Cuadro II-1—, una de las más altas de los países desarrollados. Aunque la tasa promedio oculta una cierta desaceleración cuando se mide a lo largo del año, en comparación con el intenso y creciente ritmo de aumento que caracterizó a 1987, la pérdida de velocidad del proceso recuperador fue sensiblemente inferior a la que cabía esperar, teniendo en cuenta que ya se estaba en el tercer año de auge del ciclo iniciado a finales de 1985. Este comportamiento tan favorable de la actividad propició un nuevo aumento del empleo, pero agudizó los desequilibrios básicos de la economía, que registró un recrudecimiento de las tensiones inflacionistas y un déficit apreciable del saldo de la cuenta corriente con el resto del mundo.

La economía entró en 1988 con fuertes ritmos de crecimiento, tras superar, sin apenas consecuencias visibles en su tasa de actividad, la fase de incertidumbre posterior a la crisis bursátil mundial de finales de 1987. No obstante, desde mediados de año, los indicadores económicos empezaron a evidenciar una cierta desaceleración, por lo que la economía parecía adentrarse en una senda de crecimiento más moderada y acorde con los pronósticos y expectativas mantenidas al respecto por los distintos agentes económicos desde principios de año. Tales indicios, sin embargo, no llegaron a confirmarse, y en el otoño, tras un breve periodo de dos o tres meses de crecimiento moderado, todos los indicadores reflejaban ya el retorno a tasas de aumento similares a las registradas en el primer semestre.

El sostenimiento de la actividad se apoyó en la fuerte pulsación de la demanda nacional, por un lado, y en las exportaciones, por otro, que se vieron favorecidas por la evolución positiva —tampoco esperada— de la economía mundial, en general, y de la europea, en particular. En el Cuadro II-1 se observa que todos los componentes de la demanda final registraron crecimientos importantes, aunque es de desta-

car, una vez más, el aumento de la formación bruta de capital fijo, tanto en bienes de equipo como en construcción. El consumo privado real registró, también, un crecimiento de cierta entidad, incluso superior al de la renta disponible, con la correspondiente caída de la tasa de ahorro de las familias. El descenso continuado de esta tasa de ahorro en los últimos años es un fenómeno económico generalizado en los países desarrollados, y una amenaza para la continuidad futura del proceso de crecimiento de la inversión real que viene caracterizando la actual fase de auge del ciclo económico de estos países. En el epígrafe 2 de este Capítulo se analizarán con más detalle los factores que parecen explicar, en el caso español, este retroceso de la tasa de ahorro familiar.

El impacto directo del sector de Administraciones Públicas también contribuyó de forma positiva a la demanda final, aunque en menor medida que en el año precedente. Su aportación al crecimiento del PIB real a través del consumo de servicios públicos y de la formación bruta de capital del sector se estima que fue algo inferior a un punto porcentual. Su contribución a la demanda final de las empresas a través de las transferencias de capital fue, también, menor que en el año precedente, aunque, como luego se verá con más detalle en el epígrafe 5, el sector sí ejerció un impacto expansivo a través de las subvenciones. En conjunto, pues, y pese a que su efecto indirecto vía renta disponible de las familias fue algo menos contractivo que en 1987, la contribución total del sector a la demanda final fue menor que en el año precedente.

La fuerte pulsación de la demanda se tradujo, desde el lado de la oferta, en un aumento del producto interior y del empleo sin duda importantes, aunque, de nuevo, una parte sustancial de la demanda final, y de los bienes intermedios en ella empleados, fue atendida con bienes importados. Si el crecimiento del producto interior fue, por tanto, superior al esperado, también la tasa de filtración hacia las importaciones se mantuvo muy por encima, no ya de los valores históricos previos al ingreso en la Comunidad Europea, posiblemente superados para siempre, sino de los

que se consideraba pasarían a ser los normales, transcurridos ya tres años de adaptación a las nuevas condiciones de la competencia exterior. Como en seguida se verá, el resultado fue un fuerte empeoramiento del saldo por cuenta corriente con el resto del mundo.

La tasa de crecimiento real del 5,3 % estimada para la parte de producción final atendida con valor añadido nacional permitió, no obstante, un nuevo aumento importante del empleo, a pesar de que los resultados positivos del intenso proceso de inversión en equipo productivo en muchos sectores, desde el inicio de la recuperación, se tradujeron en ganancias de productividad considerables y superiores a las de los años precedentes. No obstante, fue en los sectores industriales —y no en todos ellos— donde tales ganancias de productividad se hicieron más evidentes. Por ello, la fuerte pulsación de las ramas de servicios y de la construcción, con menores productividades medias, y con ritmos de crecimiento reales superiores a los de la industria —véase Cuadro II-2— propiciaron un crecimiento medio del empleo estimado en torno al 2,9 %, sólo dos décimas menor a la tasa de 1987. Como el ritmo de crecimiento de la población activa fue sensiblemente inferior al del año precedente, la tasa de paro disminuyó en punto y me-

dio, pasando a situarse, en el último trimestre, en el 18,5 %.

El desarrollo del proceso inflacionista español, en 1988, mostró indicios claros no ya de fuerte resistencia a la desaceleración sino, incluso, de inflexión al alza, a pesar de la contribución favorable de los precios de importación y de los impuestos indirectos netos de subvenciones. El deflactor estimado para la demanda final —véase Cuadro II-1— creció un 4,8 %, tasa similar a la del año precedente, y la contribución de los factores nacionales, medida por el deflactor del PIB, creció, incluso, ligeramente por encima (6,1 % frente a 6,0 % en 1987). Además, el comportamiento de las cifras medias ocultó una progresiva aceleración a lo largo del año, a juzgar por la evolución del Índice de Precios al Consumo que, aunque en promedio creció un 4,8 % (5,3 % en 1987), entre diciembre de 1988 y diciembre del año anterior aumentó 5,8 % (4,6 % en los doce meses precedentes).

Esta aceleración del proceso inflacionista fue consecuencia, sobre todo, de la fuerte presión de la demanda, que facilitó el rápido traslado a precios del crecimiento de los costes unitarios del trabajo, y propició un aumento del excedente bruto de explotación por unidad de producto. Este fue especialmente in-

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONOMICOS EN 1988

CUADRO II-1

m.m. y tasas de variación

	1987	1988		Tasas de variación			Aportación al crecimiento del PIB
	Pesetas corrientes	En ptas. de 1987	En ptas. de 1988	Real	Precios	Nominal	
CONSUMO PRIVADO NACIONAL	22.713,6	24.031,0	25.256,6	5,8	5,1	11,2	3,7
CONSUMO PUBLICO	5.141,7	5.378,2	5.668,6	4,6	5,4	10,2	0,7
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	7.792,1	8.947,6	9.430,2	14,8	5,4	21,0	3,2
Capital fijo	7.386,1	8.434,8	8.891,8	14,2	5,4	20,4	2,9
Construcción	4.318,6	4.923,2	5.267,8	14,0	7,0	22,0	1,7
Bienes de equipo	2.746,9	3.158,9	3.253,7	15,0	3,0	18,4	1,1
Otros	320,6	352,7	370,3	10,0	5,0	15,5	0,1
Variación de existencias	406,0	512,8	538,4	—	—	—	0,3
DEMANDA NACIONAL	35.647,4	38.356,8	40.355,5	7,6	5,2	13,2	7,6
EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	7.023,9	7.530,5	7.741,4	7,2	2,8	10,2	1,4
DEMANDA FINAL	42.671,3	45.887,2	48.096,8	7,5	4,8	12,7	9,0
IMPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	6.956,7	8.281,1	8.182,5	19,0	-1,2	17,6	-3,7
SALDO NETO EXTERIOR	67,2	-750,6	-441,1	—	—	—	-2,3
PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO	35.714,5	37.606,1	39.914,3	5,3	6,1	11,8	5,3

Fuente: 1987: INE; 1988: Banco de España. La estimación de 1988 no coincide con la elaborada por el INE en marzo de 1989, pues se ha realizado en una fecha posterior, disponiendo de más información.

tenso en aquellos sectores, como los de construcción y servicios, menos sometidos a la competencia exterior. En el Cuadro II-3 se presenta la evolución de los costes laborales unitarios para el total de la economía, y la del deflactor del producto interior bruto. Se ha incluido, además, la evolución de los impuestos indirectos netos de subvenciones, para que el lector pueda evaluar, por separado, su contribución al aumento del deflactor del PIB.

En el Cuadro II-2, en el que aparece la evolución de los deflatores del PIB por ramas de actividad, se observa el comportamiento diferente de los precios relativos, con mayores aumentos en construcción y servicios, y menores en industria y agricultura. Durante buena parte del año, hasta el otoño, los precios agrícolas ejercieron un efecto moderador sobre los precios medios de la economía, enmascarando una evolución de la inflación subyacente bastante más negativa. Por lo que se refiere a la rama de la construcción, el fuerte crecimiento estimado para el deflactor de su valor añadido no es sino el reflejo de la importancia del aumento de su excedente bruto de explotación, ya que sus salarios no registraron crecimientos muy superiores a los de la media de los sectores no agrícolas.

Si el crecimiento del deflactor del PIB evidencia la importante contribución de los factores nacionales al proceso inflacionista, los precios finales registraron un aumento menor, debido a la influencia positiva de los precios de importación, como consecuencia de la favorable evolución de los precios exteriores, sobre todo del petróleo, y de la firmeza del tipo de cambio de la peseta. Se estima que los factores interiores contribuyeron en torno a 5,0 puntos al crecimiento del

4,8 % del deflactor de la demanda final, mientras que la aportación exterior fue negativa, en torno a 0,2 puntos. No es ocioso insistir en la importancia de la contribución de los precios externos a la desaceleración del proceso inflacionista español en los últimos años, porque las perspectivas para 1989 son menos optimistas debido al crecimiento esperado de los precios exteriores de bienes no energéticos y a la preocupante elevación que están registrando los precios del petróleo.

Los deflatores de los distintos componentes de la demanda final, recogidos en el Cuadro II-1, corroboran, con su comportamiento diferencial, los rasgos ya observados en la evolución relativa de los deflatores del valor añadido por ramas: mayor crecimiento en los servicios —que se refleja en el deflactor del consumo privado— y en la construcción, y menor crecimiento del precio de los otros bienes, debido a la mayor competencia exterior. Tanto los precios al consumo de bienes alimenticios e industriales, como los precios de los bienes de equipo, mostraron un comportamiento relativamente moderado, aunque fueron los precios de exportación, fuertemente condicionados por la evolución de los precios en los mercados exteriores, los que registraron la menor tasa de crecimiento.

Hay que tener en cuenta, además, que la influencia positiva de los precios de importación no se deja sentir sólo a través del efecto depresivo de su competencia en los mercados finales —tanto mayor cuanto más amplia sea su penetración, como en el caso de los bienes de equipo— sino a través del abaratamiento de los consumos intermedios, que son utilizados en una proporción considerablemente mayor

PRODUCTO INTERIOR BRUTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

CUADRO II-2

m.m. y tasas de variación

	1987	1988		Tasas de variación		
	Pesetas corrientes	En pesetas de 1987	En pesetas de 1988	Real	Precios	Nominal
Agricultura	1.941,5	2.013,3	2.105,9	3,7	4,6	8,5
Industria, excluida la construcción	11.034,4	11.497,8	12.084,2	4,2	5,1	9,5
Construcción	2.860,0	3.217,5	3.593,9	12,5	11,7	25,7
Servicios	21.445,2	22.560,4	24.026,8	5,2	6,5	12,0
Producción imputada de servicios bancarios (—)	-2.129,0	-2.258,9	-2.416,4	6,1	7,0	13,5
Impuestos sobre la importación	562,4	663,6	626,0	18,0	-5,7	11,3
Ajuste	—	-87,6	-106,1	—	—	—
Producto interior bruto a precios de mercado	35.714,5	37.606,1	39.914,3	5,3	6,1	11,8

Fuente: INE y BE. Véase nota del cuadro II-1.

COSTES UNITARIOS Y DEFLACTOR DEL PIB

	Tasas de variación			Aportación al crecimiento del deflactor		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
Coste del trabajo	9,7	6,2	5,7	4,5	2,8	2,6
Impuestos indirectos	39,4	4,1	-0,6	2,7	0,4	-0,1
Excedente bruto de explotación	7,9	6,1	7,9	3,7	2,8	3,6
Deflactor del PIB	10,9	6,0	6,1	10,9	6,0	6,1

Fuente: INE y BE.

en la industria que en los servicios. Precisamente la relativa moderación de los precios finales del sector de la construcción —7,0 %— en relación al deflactor de su valor añadido —11,7 %—, se debe a la importancia de los consumos intermedios de esta rama, cuyos precios se vieron favorablemente influidos por los de importación, sobre todo los energéticos. Por ello, el impacto directo del sector de la construcción sobre los precios finales de la economía española, en 1988, con haber sido importante, no fue tan intenso como el deflactor de su valor añadido podría sugerir. Además, no hay que olvidar que el precio final del sector recoge el aumento del precio de la obra ejecutada en el año y, al menos a corto plazo, puede diferir sensiblemente de los precios de mercado de las construcciones concluidas. Otra cosa es la posición estratégica que, en la formación de expectativas de inflación de las familias, representa el precio final de las viviendas, con su correspondiente efecto inducido en las negociaciones salariales, posiblemente superior a la ponderación que los servicios correspondientes reciben en el Índice de Precios al Consumo, y al margen del mayor o menor grado de adecuación de este último.

La contrapartida negativa al impacto deflacionista exterior fue el fuerte empeoramiento del desequilibrio de la cuenta corriente con el resto del mundo debido, precisamente, al aumento de las importaciones. En el Cuadro II-4 se recoge la correspondiente estimación contable y, como se observa, el saldo se deterioró desde un modesto superávit de 40 miles de millones de pesetas, en 1987, (324 millones de dólares), hasta un déficit de 438 miles de millones de pesetas (3.760 millones de dólares) en 1988. El fuerte crecimiento de la economía explica que las importaciones no energéticas mantuvieran, como se señaló antes, un elevado ritmo de crecimiento, frustrando los pronósticos optimistas de que su elasticidad-renta registraría un cierto descenso tras el impacto inicial del ingreso en la CEE. Las importaciones de energía au-

mentaron moderadamente en términos reales, impulsadas por la fortaleza del crecimiento del producto interior, pero su valor nominal retrocedió de forma importante, gracias al descenso del precio del petróleo. Las exportaciones de bienes, por su parte, aumentaron por encima de lo esperado, pero no sólo porque la economía mundial evolucionó de forma favorable, sino, sobre todo, porque continuó el proceso de ganancia de cuota de mercado. Teniendo en cuenta la fortaleza del tipo de cambio de la peseta, el diferencial positivo entre los precios nacionales y los exteriores, y la propia pujanza de la demanda interna como mercado alternativo, el aumento de las exportaciones por encima del de nuestros mercados sólo puede explicarse por las ganancias de productividad y eficiencia derivadas de la intensidad del proceso de renovación y ampliación del equipo capital. No obstante, la tasa de aumento nominal de las exportaciones no llegó a compensar el dinamismo de las importaciones, con la consiguiente ampliación del déficit comercial. Los ingresos por turismo, por su parte, desaceleraron su ritmo de crecimiento; los pagos por servicios crecieron de forma importante; el saldo de rentas de inversión empeoró de nuevo; y, por todo ello, y pese a la importante mejora de la balanza de transferencias, sobre todo de las recibidas de la CEE., el saldo corriente fue fuertemente deficitario.

En resumen, en 1988 la economía española registró un crecimiento importante de su producción y de su empleo, pero su tasa de inflación evolucionó desfavorablemente. Aunque la distribución del producto generado fue favorable al excedente bruto, y, por lo tanto, al ahorro empresarial, la propensión al ahorro de la parte de la renta distribuida a las familias, directamente o a través de la actividad redistributiva de las Administraciones Públicas, disminuyó respecto a 1987. Por todo ello, y pese a que el sector público logró aumentar su tasa de ahorro y disminuir su necesidad de financiación, la economía no logró generar los recursos necesarios para financiar el inten-

so crecimiento de la formación bruta de capital, con la consiguiente apelación al ahorro exterior. En el Cuadro II-5, se presenta una estimación, todavía muy provisional de la cuenta de capital de la economía, que recoge la generación de ahorro nacional y una estimación tentativa de su distribución sectorial, obviamente sujeta a todo tipo de cautelas derivadas de la insuficiencia de la información disponible para su elaboración.

Las previsiones para 1989 apuntan a una economía que, aunque se espera que crezca menos que en 1988 —entre 4,0 % y 4,5 %—, y, por tanto, que registre una desaceleración en el ritmo de aumento del empleo, agudizará sus desequilibrios. Las mayores presiones salariales en un contexto de exceso de demanda se reflejarán en un estancamiento, si no un crecimiento, del ritmo del aumento de los precios y un empeoramiento de las expectativas sobre su evolución futura. Además, la insuficiencia del ahorro nacional para financiar el crecimiento de la formación bruta de capital obligará a una nueva apelación im-

portante al resto del mundo cifrada, en términos de déficit por cuenta corriente, por encima del 2,0 % del PIB (entre 8.000 y 9.000 millones de dólares). Y ello, aunque las exportaciones continúen ganando cuota de mercado de un contexto internacional no tan favorable como el de 1988, pero todavía positivo, y aún suponiendo que las Administraciones Públicas consigan disminuir su necesidad de financiación en la cuantía implícita en los presupuestos generales del Estado de 1989.

El desequilibrio exterior acumulado, así, en tres años de auge económico, y la magnitud absoluta que, con toda probabilidad, alcanzará en el año en curso, obligan a cuestionar la posibilidad de mantener una evolución económica caracterizada por un alto ritmo de crecimiento de la demanda final, con aumentos importantes de la inversión, pero sin un descenso correlativo del ritmo de crecimiento del consumo, generando, por tanto, un volumen insuficiente de ahorro nacional que obliga a una apelación creciente al ahorro exterior. En efecto, la velocidad y la cuantía

CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO

CUADRO II-4

m.m.

	1986 (a)			1987 (a)			1988 (a)			% variación 1988-1987	
	Ingr.	Pagos	Saldo	Ingr.	Pagos	Saldo	Ingr.	Pagos	Saldo	Ingr.	Pagos
Bienes	3.958	5.035	-1.077	4.306	6.127	-1.821	4.815	7.178	-2.363	11,8	17,2
Energéticos	304	957	-653	288	998	-710	232	816	-584	-19,4	-18,2
No energéticos	3.654	4.078	-424	4.018	5.129	-1.111	4.583	6.362	-1.779	14,1	24,1
Servicios sin turismo	832	495	337	861	558	303	935	687	248	8,6	23,1
Turismo	1.686	236	1.450	1.857	272	1.585	1.991	317	1.674	7,2	16,5
Rentas	245	543	-298	237	545	-308	324	752	-428	37,1	38,0
Transferencias	351	232	119	554	273	281	817	386	431	47,5	41,4
CUENTA CORRIENTE	7.072	6.541	531	7.815	7.775	40	8.882	9.320	-438	13,7	19,9
% Saldo corriente sobre PIB	—	—	1,7	—	—	0,1	—	—	-1,1	—	—
Transferencias de capital	—	—	35	—	—	51	—	—	75	—	—
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION	—	—	566	—	—	91	—	—	-363	—	—
PRO MEMORIA:											
Déficit comercial (millones de dólares) (b)	—	—	-7.688	—	—	-14.744	—	—	-20.283	—	—
Déficit corriente (millones de dólares) (b)	—	—	3.789	—	—	324	—	—	-3.760	—	—

Fuente: INE

(a) Cifras provisionales del INE.

(b) Calculados con los tipos de cambio medios de cada año.

CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIACION					CUADRO II-5
					% del PIB
	1985	1986	1987	1988	
1. Ahorro nacional	20,4	21,5	21,9	22,5	
Privado	21,8	22,0	20,5	20,8	
Público	-1,4	-0,5	1,4	1,7	
2. Transferencias netas de capital	0,0	0,1	0,1	0,2	
3. Formación bruta de capital	18,8	19,8	21,8	23,7	
Privada	15,2	16,2	18,4	20,1	
Pública	3,6	3,6	3,4	3,6	
4. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (4 = 1+2-3)	1,6	1,8	0,2	-0,9	

Fuente: INE y BE.

del deterioro exterior son tan importantes, que cualquier ejercicio de simulación sobre su evolución previsible en los próximos años indica que, si la demanda nacional no desacelera sensiblemente su ritmo de crecimiento, reduciéndose, además, el diferencial de inflación, la economía española habrá de enfrentarse al reto de 1992 con la grave desventaja derivada de un desequilibrio exterior difícilmente sostenible —la necesidad de financiación de la nación se acercaría al 5 % de su PIB—.

Es importante advertir que este cálculo sobre el déficit previsible, pese a lo importante de su magnitud —en torno a 22.000 millones de dólares a los tipos de cambio de abril de 1989— se obtiene incorporando a las previsiones supuestos optimistas sobre la evolución de sus principales rúbricas. Así, no se han extrapolado las elevadas elasticidades observadas para las importaciones en el período 1986-1988, sino que se ha supuesto que se reducen considerablemente. En cambio, y por lo que se refiere a las exportaciones, se ha supuesto que siguen ganando cuota de mercado, en un contexto internacional no tan favorable como el de su pasado reciente, pero relativamente positivo —se han utilizado las previsiones de la OCDE—. Además, se ha moderado sensiblemente el ritmo de deterioro de la balanza de servicios observado en los últimos años, a pesar de que se espera que la progresiva liberalización de su comercio con la CEE tenga un efecto incentivador de sus importaciones. Por último, se ha supuesto que una parte importante del empeoramiento del saldo de rentas de inversión inducido por el endeudamiento neto exterior es compensado, en cierta medida, por una evolución favorable de las transferencias recibidas del exterior. No obstante, los precios exteriores,

y en especial el petróleo, dejan de ejercer el importante efecto depresivo sobre el valor nominal de las importaciones que caracterizó su comportamiento en los años precedentes.

El porcentaje de déficit corriente sobre el PIB que una economía puede mantener depende, crucialmente, de la evolución previsible de su balanza de capitales, no sólo en lo que se refiere a la cuantía absoluta de la financiación exterior neta recibida, sino a su estabilidad y a sus posibilidades de permanencia futura. En el capítulo 4 de este informe se realiza un análisis detallado sobre la evolución reciente de la balanza de capitales española; pero los datos comparados del Cuadro II-6 indican que la economía española alcanzó sólo en años aislados porcentajes de déficit corriente con respecto al PIB de la cuantía de los que se estiman para los próximos años, teniendo que realizar, posteriormente, los ajustes necesarios para su corrección. En lo que se refiere a la experiencia internacional, las conclusiones van en el mismo sentido, tal como muestran las experiencias vividas por economías como la italiana, la belga o la sueca. Sólo algunos países con características propias muy peculiares, como Noruega —con importantes recursos petrolíferos—, y Dinamarca —país altamente desarrollado y con gran crédito internacional—, han mantenido a lo largo del tiempo una apelación constante a la financiación exterior. Aunque en el mundo de hoy, la mayor integración financiera y el gran volumen en capitales disponibles tal vez tiendan a hacer financiables, con relativa comodidad y por algún tiempo, déficit de cuenta corriente más altos que en el pasado, no cabe ignorar el riesgo que entraña su aumento persistente y rápido.

La restricción exterior impone, por tanto, un límite

PORCENTAJES DEL DEFICIT CORRIENTE SOBRE EL PIB

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Francia	0,6	-1,3	0,9	-0,9	-0,1	1,4	0,9	-0,6	-0,8	-2,1	-0,8	—	0,1	0,5	-0,4
Reino Unido	-2,0	-4,5	-2,0	-1,7	-0,1	0,4	0,1	1,6	2,6	1,5	0,9	-0,2	0,7	-0,9	-1,6
Italia	-1,6	-4,2	-0,2	-1,4	1,1	2,2	1,6	-2,2	-2,2	-1,6	0,3	-0,7	-0,9	0,5	-0,1
Bélgica	2,0	0,4	-0,1	0,3	-1,1	-1,3	-2,9	-4,3	-3,7	-3,6	-0,6	-0,4	0,5	2,1	1,2
Suecia	2,8	-1,0	-0,5	-2,1	-2,6	—	-2,2	-3,6	-2,5	-3,6	-1,0	0,4	-1,3	0,7	-0,3
Noruega	-1,8	-4,7	-8,5	-11,9	-14,0	-5,2	-2,2	1,9	3,8	1,1	3,6	5,3	5,3	-6,4	-5,0
Dinamarca	-1,7	-3,1	-1,5	-4,9	-4,0	-2,7	-4,7	-3,6	-3,0	-4,2	-2,6	-3,3	-4,6	-5,2	-3,0
España	0,8	-3,5	-2,9	-3,9	-1,7	1,0	0,5	-2,4	-2,7	-2,5	-1,5	1,4	1,7	1,7	0,1

Fuente: OCDE. Cuentas Nacionales: 1960-1987.

a las posibilidades de crecimiento de la economía española a medio plazo pero exige, además, el sostenimiento de un esfuerzo inversor que mejore su competitividad. No hay que olvidar que durante la larga fase de crisis que siguió a las sucesivas elevaciones del precio del petróleo, el modesto ritmo de crecimiento registrado se apoyó, sobre todo, en el consumo privado y, en menor medida, en las exportaciones. En los años ochenta, además, el consumo público creció rápidamente como resultado del intento del sector público de paliar las graves consecuencias sociales del descenso del empleo. Como consecuencia de todo ello, desde 1974 y hasta 1985, la participación de la inversión en el producto nacional decreció, año tras año, ininterrumpidamente. La insuficiencia de equipo capital y su progresiva obsolescencia, inducidas por este patrón de desarrollo, fueron erosionando las posibilidades de crecimiento y de utilización del factor trabajo.

Es importante insistir en la magnitud y, sobre todo, en la duración del fenómeno de lenta descapitalización de la economía, porque los casi doce años de descenso ininterrumpido del porcentaje de la inversión sobre el PIB difícilmente pueden compensarse en tres. La pérdida de productividad en un país que partía ya de una posición de retraso en su dotación inicial de equipo productivo y tecnología, en relación con los países desarrollados de su entorno, fue agravando su dependencia importadora y deteriorando su competitividad exportadora, proceso reforzado por el comportamiento desfavorable del diferencial de precios con el exterior. No hay que olvidar, por tanto, que el fenómeno financiero de creciente apelación al ahorro exterior por insuficiencia de ahorro nacional no es sino la otra cara del fenómeno no financiero derivado de la incapacidad de la economía nacional para generar, con sus propios recursos, los bienes que de-

manda y lo que ha de exportar para evitar un endeudamiento exterior rápidamente creciente. Esta incapacidad es el resultado de unas condiciones de la oferta nacional en la que se superponen: una alta dependencia tecnológica del exterior en la producción de bienes de equipo y, en gran medida también, en la de bienes intermedios; una elasticidad renta de la demanda de bienes de consumo importados que está aumentando como consecuencia de una mejor adaptación de estos últimos a las preferencias actuales del consumidor nacional; y unos mercados de bienes y servicios, por una parte, y de factores de producción, por otra, con rigideces suficientes como para explicar que, pese a la persistencia de un alto porcentaje de mano de obra desempleada, las presiones de la demanda final se traduzcan, en una parte importante, en elevaciones de precios por encima de las de los países con quienes competimos. Se añade, así, un efecto incentivador sobre las importaciones y desincentivador sobre las exportaciones.

Por tanto, para que la economía española pueda mantener en los próximos años un crecimiento sostenido y absorber, progresivamente, su tasa de paro, habrá de acomodar, ineludiblemente, el ritmo de aumento de su demanda nacional a los límites impuestos a medio plazo por la restricción exterior, propiciando, a la vez, una asignación de recursos que potencie la inversión y la exportación —lo cual solo puede ocurrir a costa del consumo—. Esto requiere, a la vez, un avance moderado de los salarios nominales, y un aumento del ahorro público conseguido tanto por el lado de los ingresos como por la contención de los gastos corrientes. En otro caso, existe el grave riesgo de que la restricción exterior obligue a acometer, en un futuro no muy lejano, ajustes mucho más fuertes y dolorosos, con consecuencias graves sobre las posibilidades de generación de empleo.

2. DEMANDA

Al comienzo del año 1988 se esperaba que la demanda final real de la economía española se fuera desacelerando progresivamente. Aunque esta desaceleración se ha producido, ha resultado inferior a la esperada, por lo que su incremento en el promedio de 1988, un 7,5 %, ha sido inferior en sólo medio punto porcentual al alcanzado en el año precedente (véase cuadro II-7).

El dinamismo de la demanda final en 1988 estuvo respaldado por el consumo privado, que repitió, prácticamente, la tasa de crecimiento real de 1987, reduciéndose, un año más, la tasa de ahorro de las economías domésticas. La formación bruta de capital tuvo una evolución más moderada, dentro de su tónica fuertemente expansiva, con un reparto más equilibrado entre construcción y bienes de equipo, acelerándose la primera y desacelerándose la segunda. En cuanto a la demanda final del sector público, su tasa de crecimiento real fue inferior a la privada, desacelerándose los gastos de consumo y acelerándose los de inversión. Las exportaciones reales de bienes y servicios, por último, mejoraron su tasa de crecimiento, debido a que las exportaciones de bienes se beneficiaron del mayor incremento de los mercados exteriores. La fuerte presión de la demanda final

sobre la oferta de bienes y servicios se ha trasladado con la misma intensidad que en años anteriores a la importación, cuya tasa de aumento real, en 1988, fue similar a la del año precedente, incrementándose el déficit comercial.

2.1. Demanda nacional

La aportación de la demanda nacional al crecimiento real del producto interior, en el año 1988, fue de 7,6 puntos porcentuales, casi un punto menos que en el año anterior. De estos 7,6 puntos, 3,7 corresponden al crecimiento registrado por el consumo privado, cuyo incremento real fue del 5,8 %. Esta tasa de aumento, que implica una nueva caída en la tasa de ahorro de las familias, es la que justifica, básicamente, desde el lado de la demanda, que el crecimiento de la producción interior, según el Banco de España, resulte superior al estimado por otros organismos. El incremento considerado para el consumo privado deriva del análisis realizado de los indicadores disponibles y de la cuenta de renta disponible de las familias, cuyas principales rúbricas se encuentran recogidas en el cuadro II-8.

El incremento en la remuneración de los asalariados, en 1988, fue ligeramente inferior al de 1987, y

PRODUCTO INTERIOR BRUTO: ESTRUCTURA DE LA DEMANDA (a)								
CUADRO II-7								
	Tasas reales				Aportaciones al PIB			
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
CONSUMO PRIVADO	2,4	3,6	5,5	5,8	1,5	2,3	3,5	3,7
CONSUMO PUBLICO	4,6	5,7	8,7	4,6	0,6	0,8	1,3	0,7
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	3,4	14,7	17,3	14,8	0,7	2,8	3,7	3,2
Capital fijo	4,1	10,0	14,6	14,2	0,8	1,9	3,0	2,9
Construcción	2,0	6,5	10,0	14,0	0,2	0,8	1,2	1,7
Bienes de equipo	9,1	15,8	24,2	15,0	0,5	1,0	1,7	1,1
Otros	1,1	16,2	6,4	10,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Variación de existencias	—	—	—	—	-0,1	0,9	0,7	0,3
DEMANDA NACIONAL	2,9	6,1	8,5	7,6	2,8	5,9	8,4	7,6
EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	2,7	1,3	5,9	7,2	0,6	0,3	1,2	1,4
DEMANDA FINAL	2,9	5,3	8,0	7,5	3,4	6,2	9,6	9,0
IMPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	6,2	16,5	20,4	19,0	-1,1	-2,9	-4,1	-3,7
DEMANDA EXTERIOR	—	—	—	—	-0,5	-2,6	-2,9	-2,3
PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO	2,3	3,3	5,5	5,3	2,3	3,3	5,5	5,3

Fuente: INE y BE.

(a) Hasta 1987, pesetas constantes de 1980. En 1988, pesetas constantes del año anterior.

CUENTA DE RENTA DISPONIBLE DE LAS FAMILIAS: PRINCIPALES RUBRICAS

	m.m.			Tasas de variación		
	1986	1987	1988	1986-1985	1987-1986	1988-1987
Remuneración de los asalariados	14.636	16.396	18.248	13,3	12,0	11,3
Rentas no salariales (netas)	9.533	10.673	11.900	10,7	12,0	11,5
Prestaciones sociales	5.027	5.532	6.086	12,2	10,1	10,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio (-)	1.952	2.659	3.018	7,1	36,2	13,5
Cotizaciones sociales (-)	4.655	5.130	5.720	15,4	10,2	11,5
Renta bruta disponible	22.906	25.176	27.895	12,0	9,9	10,8
Consumo	20.436	22.714	25.257	12,7	11,1	11,2
Ahorro (a)	2.470	2.462	2.638	6,9	-0,3	7,1
% Ahorro-renta disponible (a)	10,8	9,8	9,5	—	—	—

Fuente: INE y BE.

(a) Sin incluir la variación de reservas matemáticas de jubilación.

en ambos años contó con importantes aumentos del empleo, algo más reducidos en el último de ellos en el que, por el contrario, el coste laboral por asalariado fue unas décimas porcentuales mayor. Esta composición en la rúbrica principal de la cuenta de renta disponible debe de estar suponiendo un estímulo en la propensión al consumo de las familias, al ser colectivos con tasas previas de paro elevadas y persistentes los que están viendo aumentada su capacidad de gasto. La propensión al consumo de estas rentas debe de ser, lógicamente, mayor que la de las rentas que retribuyen a personas que ya estaban empleadas.

Dentro del epígrafe de rentas no salariales (netas) se incluyen el excedente bruto de explotación de los empresarios individuales y otras rentas de la propiedad y de la empresa: alquileres, dividendos, intereses netos, etc. La composición de este epígrafe lo dota de una cierta estabilidad, sobre todo en lo que se refiere a los alquileres y al excedente que, lógicamente, está sometido a menores fluctuaciones que el excedente de las empresas. La tasa de crecimiento estimada, en el año 1988, para el total de esta rúbrica ha sido inferior a la del año anterior, pero superior a la del total de la renta disponible. Esto puede haber ejercido un efecto contractivo en la propensión al consumo, ya que este tipo de rentas tiene una mayor propensión al ahorro. No obstante, el crecimiento del excedente, en 1988, incluye un fuerte aumento de las subvenciones de la CEE a los empresarios agrícolas y no es arriesgado suponer para ellos una propensión al consumo elevada. Queda, por último, el juego redistributivo del sector público a través de la imposición directa, las cotizaciones y las prestaciones, cuyo resultado neto es negativo (reduce la renta

disponible), pero fue menos negativo en 1988 que en 1987. De aquí proviene un nuevo estímulo para la propensión al consumo, dado el carácter de los colectivos favorecidos por esta actividad redistributiva del sector público: pensionistas, desempleados, etc.

Del análisis de la composición de la renta disponible en 1988 se deduce que, en este año, la propensión al consumo de las familias debe de haber sido particularmente elevada lo que, evidentemente, justifica la caída en su tasa de ahorro. Pero quedan aún por analizar los efectos que sobre el consumo y la tasa de ahorro se derivan de las plusvalías no realizadas como consecuencia de los aumentos de riqueza generados por las ganancias en bolsa y por el incremento en los precios de solares y edificios, a lo que hay que añadir el efecto expectativas asociado a la tasa de inflación. El problema es complejo, pues sus implicaciones sobre la propensión al ahorro son de distinto signo.

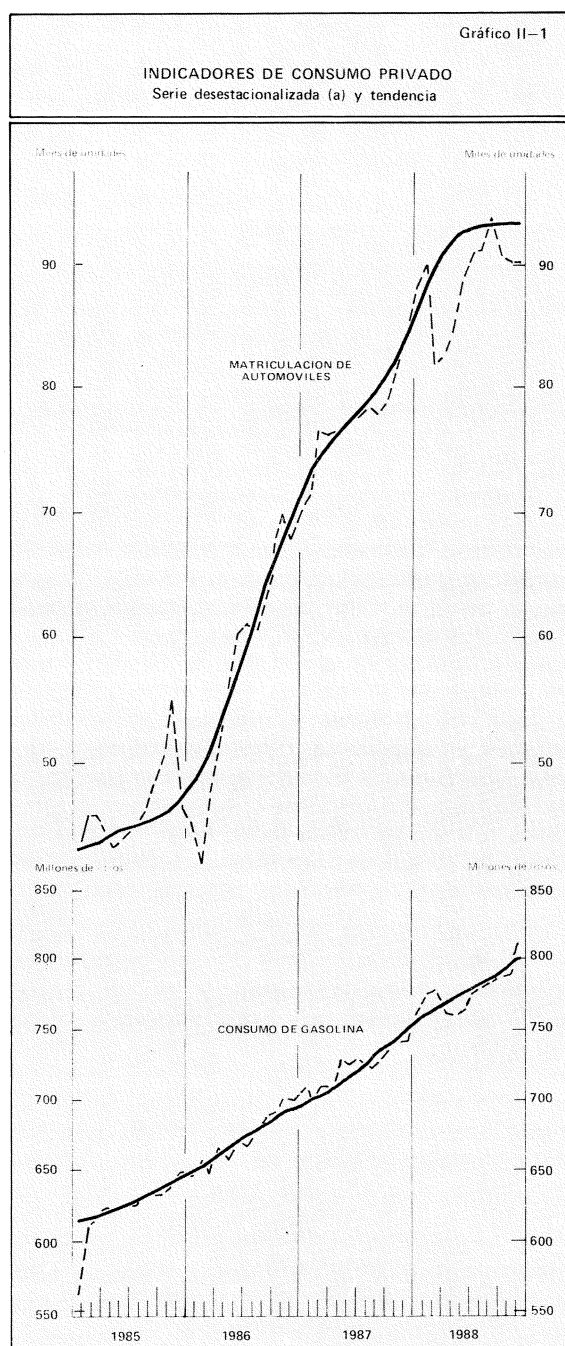
El estímulo al consumo derivado de las ganancias de riqueza por plusvalías no realizadas habrá sido positivo, en especial en el consumo de bienes duraderos. Lo que ocurre es que parte de estas ganancias de riqueza, las asociadas a solares y edificios, se han generado a través de fuertes aumentos en el precio de estos bienes, lo que afecta a las expectativas de inflación a través de su incidencia, no muy bien recogida, en el índice de precios al consumo y, más directamente, a través de sus efectos sobre los no tenedores de vivienda, cuya tasa de ahorro habrá aumentado al disminuir el valor real de su riqueza. No existe evidencia empírica que permita dilucidar el resultado final de estos dos efectos contrapuestos sobre la tasa de ahorro, pero no hay que olvidar que la

economía española ha vivido, a lo largo de los últimos años, un fuerte proceso de desaceleración en su tasa de inflación y que, sólo recientemente, con el rebrote de los precios alimenticios y de la vivienda, han empezado a generarse expectativas inflacionistas sólidas en los distintos agentes económicos. Estas expectativas podrán tener su impacto futuro sobre la tasa de ahorro, pero no han sido importantes en la mayor parte del año 1988 —salvo las que incidieran directamente vía aumentos de precios de los solares y edificios en los no tenedores de viviendas— en el que, por tanto, ha debido de dominar el efecto de estímulo en el consumo por el aumento de la riqueza.

Existe evidencia indirecta que apoya la caída estimada para la tasa de ahorro de las familias en el año 1988, a través del aumento registrado en el crédito al consumo. El fuerte aumento que, desde hace varios años, experimenta el crédito al consumo es un indicador del proceso de desahorro de las economías domésticas, incluso aunque parte de estos créditos hayan ido a cubrir los pagos de intereses derivados del endeudamiento previo.

Los indicadores directos sobre la evolución del consumo privado son escasos y, en lo que se refiere al consumo de servicios, prácticamente inexistentes. Este componente, aunque con menor ponderación dentro del consumo total de bienes y servicios, debe de haber tenido un dinamismo especial en 1988, a tenor con el crecimiento experimentado por el sector terciario de la economía. Otros indicadores de consumo de bienes, como las ventas en grandes almacenes, la importación y la matriculación de automóviles, alcanzaron en el año pasado tasas de crecimiento muy elevadas. Resulta significativo el análisis de la matriculación de automóviles (véase gráfico II-1) que, si bien como indicador directo del consumo de este tipo de bienes tuvo un crecimiento inferior al del año precedente —debido a los altos ritmos de aumento experimentados en los años anteriores—, fue muy superior al inicialmente previsto, lo que puede ser considerado como un reflejo de la presión de la demanda de bienes de consumo duradero en general, tal como corroboran los datos de crédito al consumo mencionados antes y los de importaciones. Además, aunque la compra de automóviles se haya desacelerado, no ha ocurrido así con los servicios por ellos prestados, como muestra el crecimiento registrado en el consumo de gasolina y gasóleo para automoción.

El análisis realizado en los párrafos anteriores confirma que la economía española aumentó considerablemente su tasa de consumo real durante el año



Fuente: INE y CAMPSA.
(a). Media móvil de tres meses, corregida de valores extremos

1988, produciéndose una nueva caída en la tasa de ahorro de las familias, aunque de menos intensidad que la registrada en el año precedente. Este proceso está siendo compartido por la mayoría de los países

industrializados que, tras las crisis energéticas de los años setenta, tuvieron fuertes caídas en sus tasas de inflación y una mejora en sus expectativas económicas, que afectaron a la baja, durante la década de los ochenta, a sus decisiones de ahorro; no obstante, el recrudescimiento de las tensiones inflacionistas en estos países durante el año pasado puede haber supuesto un freno a este proceso de caída en la tasa de ahorro. La economía española ha participado con singular intensidad durante los últimos años de los factores explicativos mencionados, reduciendo sustancialmente su tasa de inflación y mejorando sus expectativas económicas, a la vez que se producía un importante proceso de creación de empleo. A estos factores podría añadirse, en el caso español, un aumento muy importante en la presión fiscal lo que incide, adicionalmente, en la caída de la tasa de ahorro de las familias.

La caída en la tasa de crecimiento real del consumo público en el año 1988, en relación con la registrada en el año anterior, se explica por la fuerte desaceleración de las compras netas de bienes y servicios, desde un 29,3 % en 1987, hasta un 4,8 % en 1988, como consecuencia de la contabilización, en 1987, de inversiones militares realizadas con anterioridad. La remuneración de los asalariados tuvo un incremento ligeramente superior al del año anterior, del 11,9 %, en términos nominales y del 5,0 % en términos reales, consecuencia de los aumentos registrados en el empleo del sector público y las mejoras en la productividad. El último componente del consumo público, el del capital fijo, aceleró ligeramente su ritmo de aumento.

La tasa de crecimiento real estimada para la inversión en bienes de equipo en el año 1988 fue del 15 %, resultado que concuerda con la información que se deduce del análisis de los indicadores disponibles: matriculaciones de autobuses, camiones y tractores agrícolas, encuestas de opiniones y, sobre todo, importaciones. Parece que el aumento de la inversión ha sido especialmente intenso en el sector de material de transporte y en estructuras metálicas y calderería, siendo más moderado en los sectores de maquinaria mecánica y eléctrica.

El componente de la demanda final que mayor dinamismo relativo mostró a lo largo del año 1988 fue la inversión en construcción, con una tasa de crecimiento real del 14 %, cuatro puntos porcentuales más que en 1987 y con unas perspectivas igualmente optimistas para el próximo año. El indicador del gasto en construcción que se elabora en el Banco de España muestra que fue la inversión en vivienda la que tuvo un crecimiento mayor, del orden del 15,5 %, mientras que la obra pública aumentó un 13,5 %, aproximadamente, debido, sobre todo, al dinamismo de la inversión en carreteras. En cuanto a la inversión en edificación no residencial privada, no se tienen datos al respecto, pero cabe suponer que también evolucionó favorablemente, acompañando a la actividad registrada por la inversión en bienes de equipo.

La evolución de la inversión en construcción a lo largo de un año no viene determinada, únicamente, por el número de obras iniciadas a lo largo de ese año, sino que se encuentra afectada, en gran medida, por las iniciaciones que comenzaron en el año anterior. Si se analiza la información recogida en el cuadro II-9 se observará cómo el número de viviendas ini-

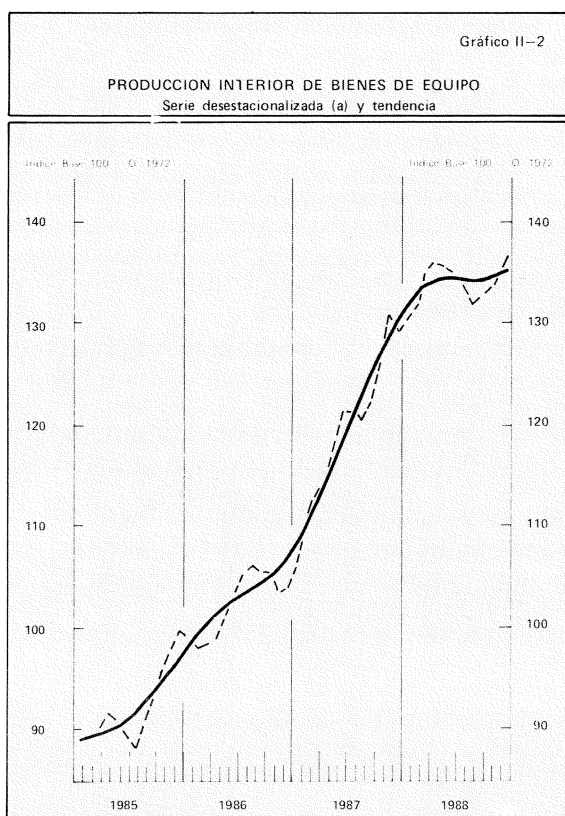
VIVIENDA: PRINCIPALES INDICADORES

CUADRO II-9

Tasas de variación

	1985	1986	1987	1988
VIVIENDAS INICIADAS	10,9	-3,5	-17,3	6,9
Libres	0,4	14,6	64,1	28,2
Protegidas de promoción privada	6,5	-3,4	-16,5	-29,6
Protegidas de promoción pública	104,3	-54,2	-29,8	-26,0
VIVIENDAS TERMINADAS	-5,2	2,0	3,8	17,4
Libres	-7,5	16,2	18,4	48,0
Protegidas de promoción privada	-5,8	-5,9	-3,1	-10,1
Protegidas de promoción pública	10,4	1,9	-16,7	31,6
SOLICITUDES CALIFICACION PROVISIONAL	30,6	-2,3	-15,6	-40,8
CALIFICACIONES PROVISIONALES	15,7	-1,9	-12,9	-37,0

Fuente: MOPU.



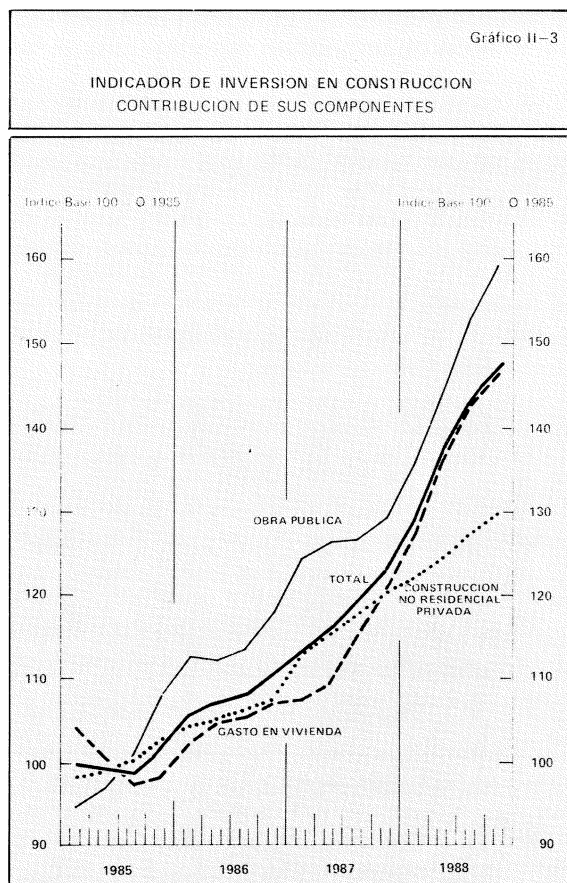
Fuente: INF.
(a). Media móvil de tres meses, corregida de valores atípicos.

ciadas a lo largo del año 1987 aumentó considerablemente, debido al incremento de las viviendas libres, ya que las de protección oficial, bien sean de promoción privada o pública, continuaron con la misma atonía que en los dos años anteriores. En 1988, el número de viviendas iniciadas aumentó a menor ritmo, un 6,9 %, pero la imputación al gasto de inversión en este año fue muy elevada, como muestra el indicador recogido en el gráfico II-3. El hecho de que, en el último trimestre del año, se haya producido una cierta reanimación en la iniciación de viviendas, tanto de carácter libre como oficial, garantiza para el próximo año un incremento en este componente de la inversión en construcción, aunque de menor cuantía que el registrado en 1988.

En cuanto a la obra pública, el valor de las licitaciones oficiales registró tasas de crecimiento elevadas en el promedio de los años 1987 y 1988, con mayor intensidad el segundo de ellos (véase gráfico II-4). Como el valor de las licitaciones se espera que continúe aumentando a lo largo del año actual, de acuerdo con el gran número de obras públicas programa-

das, el indicador de gasto en obra pública en términos reales registrará en el año 1989 una tasa de crecimiento aún mayor que la alcanzada en 1988.

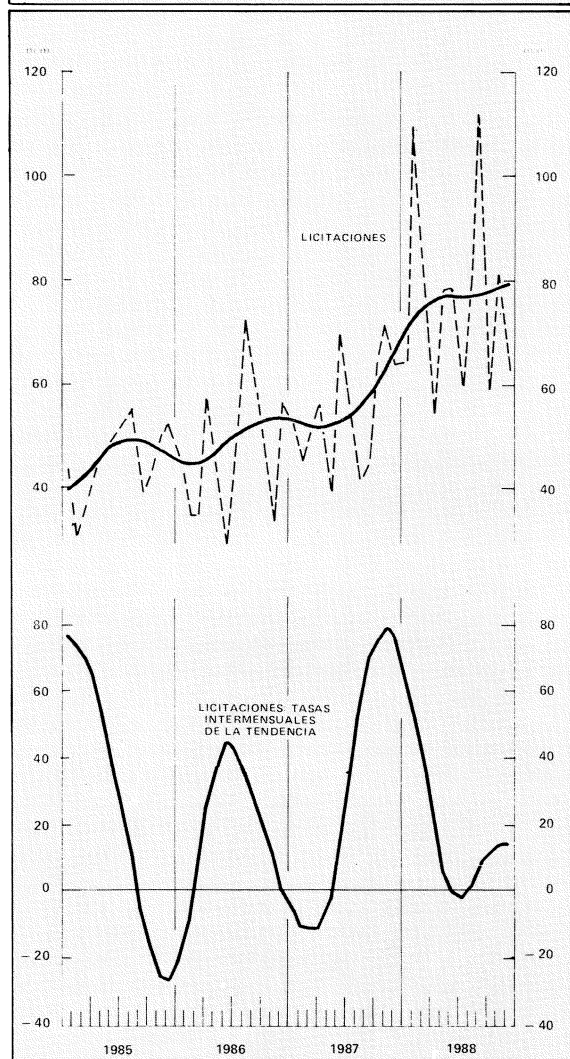
Para terminar con el análisis de la demanda nacional sólo queda mencionar brevemente el comportamiento de la inversión en existencias, que cabría esperar que hubiese reducido su aportación al crecimiento el PIB, después de dos años de aumentos muy importantes. No obstante, la persistencia de elevados ritmos de crecimiento en la producción y las expectativas de su mantenimiento futuro tienen que haber afectado al nivel de existencias deseado por las empresas, revisándolo al alza. En 1988, sin embargo, habrá influido negativamente el comportamiento de las existencias de productos agrícolas, debido a que las cosechas fueron peores que en la campaña de 1987. La contribución al PIB finalmente estimada para este componente de la demanda ha sido de tres décimas, frente a las siete y nueve de 1987 y 1986, respectivamente.



Fuente: B E

Gráfico II-4

CONSTRUCCION
OBRAS LICITADAS POR LAS AAPP
Serie desestacionalizada (a) y tendencia



Fuente: SEOPAN.
(a). Corregida de valores extremos.

2.2. Demanda exterior

La aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB en el año 1988 fue negativa, de -2,7 puntos porcentuales, un orden de magnitud similar al registrado en los dos años anteriores. La exportación de bienes y servicios alcanzó un crecimiento real del 7,2 %, continuando la recuperación iniciada en 1987, y las importaciones de bienes y servicios mantuvie-

ron su tónica fuertemente expansiva, con un incremento real del 19 %, sólo inferior en seis décimas al del año 1987. En el cuadro II-10 se encuentra detallado el comportamiento de los distintos componentes de la demanda exterior.

La tasa de crecimiento real estimada para la exportación de bienes, en 1988, fue del 9,7 %, con una moderada recuperación en la exportación de productos energéticos y un avance notable en la de productos no energéticos, cuyo incremento anual superó al del año 1987 en casiones puntos porcentuales, hasta situarse en el 10,2 %. Como, según la información de la OCDE, el crecimiento real de los mercados exteriores fue del orden del 8 %, las exportaciones españolas mejoraron su participación en el mercado mundial durante el año 1988, aunque con una distribución muy desigual en las distintas áreas económicas.

En los cuadros II-11 al II-15 se encuentran recogidos los datos sobre el comercio exterior por grupos de productos y áreas económicas, de acuerdo con la información facilitada por la Dirección General de Aduanas; estos datos, aunque metodológicamente distintos de los de la Contabilidad Nacional, permiten un análisis mucho más detallado de la exportación e importación de bienes (1).

La tasa de crecimiento nominal de la exportación no energética a la CEE fue del 16,5 %, lo que debe de haber supuesto un aumento real mínimo del orden del 12 %. Como, según la información de la OCDE, el incremento real de este mercado, en 1988, fue del 7,5 %, aproximadamente, la ganancia de cuota de la exportación española en el área comunitaria fue considerable. Hay que destacar el crecimiento alcanzado por las ventas de bienes de equipo —en especial el material de transporte— y por los productos intermedios no energéticos; la exportación de bienes de consumo se vio afectada negativamente por los malos resultados de su componente alimenticio.

En el resto de las áreas económicas, con alguna excepción (véase cuadro II-11), el comportamiento no fue tan favorable. La pérdida de mercado de la exportación no energética en Estados Unidos fue muy importante y se explica, casi en su totalidad, por el retroceso de la exportación de bienes de consumo que supone, aproximadamente, el 55 % del total. El resto, prácticamente, lo cubren las ventas de produc-

(1) Se presenta, por primera vez en el Informe Anual, la nueva clasificación del comercio exterior elaborada por la Dirección General de Aduanas. Se trata de un trabajo estadístico de gran calidad, imprescindible para el análisis del comercio exterior de España. Existen varias series homogéneas desde el año 1981.

CUADRO II-10

DEMANDA EXTERIOR DE BIENES Y SERVICIOS (a)

	Tasas reales			Tasas del deflactor			Tasas nominales		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
Exportación de bienes	-3,0	6,7	9,7	-5,0	2,0	2,0	-7,9	8,8	11,8
Ingresos por turismo	8,9	4,0	2,1	11,5	6,0	5,0	21,4	10,2	7,2
Ingresos por otros servicios	11,6	5,1	6,0	-10,6	-1,5	2,5	0,2	3,5	8,6
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	1,3	5,9	7,2	-1,9	2,5	2,8	-0,7	8,5	10,2
Importación de bienes	18,4	21,7	18,8	-18,3	0,0	-1,4	-3,3	21,7	17,2
Pagos por turismo	16,1	11,9	15,6	4,9	3,0	1,0	21,8	15,3	16,8
Pagos por otros servicios	-4,1	7,5	23,2	0,0	4,7	0,0	-4,1	12,6	23,2
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	16,5	20,4	19,0	-16,3	0,2	-1,2	-2,5	20,7	17,6
PRO MEMORIA:									
Exportación de bienes energéticos (b)	45,9	-1,4	2,1	-56,2	2,7	-21,0	-36,1	1,3	-19,3
Exportación de bienes no energéticos (b)	-7,8	7,4	10,2	4,0	2,0	3,5	-4,1	9,5	14,1
Importación de bienes energéticos (b)	2,4	9,7	-1,7	-49,9	-5,0	-16,8	-48,7	4,2	-18,2
Importación de bienes no energéticos (b)	24,7	25,8	22,8	-2,0	0,0	1,0	22,2	25,8	24,0
Aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB	-2,6	-2,8	-2,3						
Variación de la relación real de intercambio (c)					16,3	2,0	3,5		

Fuente: INE y BE.

- (a) Las cifras de los años 1986 y 1987 son las publicadas por el INE en base 1980. Las cifras de 1988 son estimaciones del BE. Aunque, en términos nominales, el año 1988 coincide con el avance del INE para ese año, no así los deflactores ni las tasas reales, que están expresadas en pesetas del año anterior.
- (b) En estos renglones se realiza una estimación de los componentes energético y no energético del comercio de bienes, de acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional. Como el INE no realiza esta desagregación, los deflactores utilizados son estimaciones del BE que, al agregarse, no tendrían por qué coincidir con los deflactores de bienes del INE de los años 1986 y 1987, ni, por tanto, las tasas reales correspondientes.
- (c) Medida como la relación entre los deflactores implícitos del comercio de bienes en términos de Contabilidad Nacional.

COMERCIO EXTERIOR POR AREAS ECONOMICAS

m.m. y %

		Exportaciones				Importaciones			
		1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988
TOTAL MUNDO		4.108,7	3.819,2	4.211,8	4.686,4	5.114,7	4.954,6	6.051,4	7.039,5
OCDE	m.m.	2.871,9	2.955,5	3.338,3	3.793,6	2.889,8	3.558,2	4.471,3	5.450,7
	% participación	69,9	77,4	79,3	80,9	56,5	71,8	73,9	77,4
CEE	m.m.	2.139,2	2.309,2	2.680,9	3.074,8	1.870,1	2.504,1	3.300,1	3.998,8
	% participación	52,1	60,5	63,7	65,6	36,6	50,5	54,5	56,8
Alemania	m.m.	391,5	447,5	500,3	562,0	538,1	750,0	973,8	1.138,4
	% participación	9,5	11,7	11,9	12,0	10,5	15,1	16,1	16,2
Francia	m.m.	636,9	689,4	784,6	865,1	471,3	587,0	773,4	947,5
	% participación	15,5	18,1	18,6	18,5	9,2	11,8	12,8	13,5
Italia	m.m.	288,2	303,2	380,1	453,7	233,0	359,9	533,2	675,5
	% participación	7,0	7,9	9,0	9,7	4,6	7,3	8,8	9,6
Reino Unido	m.m.	348,5	338,9	398,1	458,9	329,9	382,8	424,6	499,2
	% participación	8,5	8,9	9,5	9,8	6,5	7,7	7,0	7,1
Resto CEE	m.m.	474,1	530,2	617,8	735,0	297,8	424,5	595,1	738,0
	% participación	11,5	13,9	14,7	15,7	5,8	8,6	9,8	10,5
Estados Unidos	m.m.	408,0	349,5	342,3	368,9	556,0	488,4	501,3	626,4
	% participación	9,9	9,2	8,1	7,9	10,9	9,9	8,3	8,9
Canadá	m.m.	42,0	43,3	44,2	54,7	21,3	19,5	26,5	30,6
	% participación	1,0	1,1	1,0	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Japón	m.m.	53,5	42,5	46,3	55,6	174,0	243,8	271,3	361,1
	% participación	1,3	1,1	1,1	1,2	3,4	4,9	4,5	5,1
Resto OCDE	m.m.	229,2	211,1	224,6	239,6	268,4	302,3	372,1	433,8
	% participación	5,6	5,5	5,3	5,1	5,2	6,1	6,1	6,2
OPEP	m.m.	295,9	212,9	189,4	213,0	1.037,8	553,4	572,3	471,0
	% participación	7,2	5,6	4,5	4,5	20,3	11,2	9,5	6,7
COMECON	m.m.	172,9	110,7	90,4	84,7	140,4	99,5	169,6	189,8
	% participación	4,2	2,9	2,1	1,8	2,7	2,0	2,8	2,7
RESTO AMERICA	m.m.	157,4	140,7	123,5	122,7	518,4	324,8	351,4	355,6
	% participación	3,8	3,7	2,9	2,6	10,1	6,6	5,8	5,1
PAISES ASIATICOS INDUSTRIALIZADOS	m.m.	35,7	32,8	41,9	64,3	49,9	79,9	134,7	184,8
	% participación	0,9	0,8	1,0	1,4	1,0	1,6	2,2	2,6
RESTO DEL MUNDO	m.m.	498,3	335,2	332,3	348,9	460,1	329,2	303,1	366,0
	% participación	12,1	8,8	7,9	7,4	9,0	6,6	5,0	5,2
PAISES Y ZONAS NO ESPECIFICADAS	m.m.	76,6	31,5	96,0	59,1	18,3	9,6	48,9	21,6
	% participación	1,9	0,8	2,3	1,3	0,4	0,2	0,8	0,3

Fuente: DGA.

tos intermedios. En el mercado de los nuevos países industrializados asiáticos todos los grupos de productos aumentaron notablemente sus ritmos de crecimiento, aunque su presencia sigue siendo poco significativa; en cuanto al grupo de países en desarrollo —OPEP, resto de América y resto del mundo— se

produjo una importante recuperación en la exportación de bienes de equipo, centrada, también de un modo especial, en su componente de material de transporte, sin que se haya producido una recuperación similar con el resto de los productos.

La exportación española se benefició, durante el

año 1988, del crecimiento registrado en la actividad económica dentro del área comunitaria, pese a que, en el promedio del año, el tipo de cambio nominal de la peseta frente al conjunto de monedas de la CEE se apreció un 3,3 %. En el resto del mundo, aparte de las dificultades económicas de ciertas zonas en desarrollo, la apreciación de la peseta frente al dólar —del 6 % en el promedio del año— disminuyó la competitividad de los distintos productos, y de un modo especial en el mercado norteamericano. Se ha producido, así, una nueva concentración de la exportación de mercancías en el mercado de la CEE, que ab-

sorbe ya el 65,6 % de nuestras ventas al exterior; el porcentaje para el conjunto de la OCDE se situó en el 80,9 %.

La tasa de incremento real de la importación de bienes en el año 1988 fue del 18,8 %, unos tres puntos porcentuales menos que en 1987. Se produjo un retroceso en la compra de productos energéticos y un fuerte incremento en la de productos no energéticos, del -1,7 % y del 22,8 %, respectivamente.

El descenso en la importación de productos energéticos durante el año 1988 estuvo centrado en los

COMERCIO EXTERIOR POR GRUPOS DE PRODUCTOS

CUADRO II-12

	m.m.				Tasas de variación		
	1985	1986	1987	1988 (a)	1986-1985	1987-1986	1988-1987
EXPORTACIONES TOTALES	4.108,7	3.819,2	4.211,8	4.686,4	-7,0	10,3	11,3
ENERGETICAS	362,2	235,0	252,1	209,6	-35,1	7,3	-16,9
NO ENERGETICAS (b)	3.746,5	3.584,2	3.959,7	4.476,8	-4,3	10,5	13,1
Bienes de consumo	1.370,6	1.479,8	1.640,5	1.733,8	8,0	10,9	5,7
Alimentos	461,3	514,5	585,4	604,6	11,5	13,8	3,3
Duraderos	495,9	553,2	611,4	667,4	11,6	10,5	9,2
Automóviles	363,1	401,4	451,1	501,6	10,5	12,4	11,2
No duraderos	413,4	412,1	443,7	461,8	-0,3	7,7	4,1
Bienes de capital	465,2	428,4	471,9	570,7	-7,9	10,2	20,9
Maquinaria	278,6	276,9	310,9	338,2	-0,6	12,3	8,8
Material de transporte	119,8	103,8	115,8	191,7	-13,4	11,6	65,5
Bienes intermedios	2.272,9	1.911,0	2.099,4	2.368,9	-15,9	9,9	12,8
No energéticos	1.938,2	1.715,6	1.878,3	2.199,0	-11,5	9,5	17,1
Productos no clasificados (c)	—	—	—	13,0	—	—	—
IMPORTACIONES TOTALES	5.114,6	4.954,6	6.051,4	7.039,5	-3,1	22,1	16,3
ENERGETICAS	1.835,5	932,9	978,2	797,5	-49,2	4,9	-18,5
NO ENERGETICAS (b)	3.279,1	4.021,7	5.073,2	6.242,0	22,6	26,1	23,0
Bienes de consumo	474,2	736,6	1.085,8	1.437,6	55,3	47,4	32,4
Alimentos	168,2	253,4	349,3	415,5	50,7	37,8	19,0
Duraderos	184,2	300,9	484,2	683,6	63,4	60,9	41,2
Automóviles	64,3	128,2	254,2	385,0	99,4	98,3	51,5
No duraderos	121,8	182,3	252,3	338,4	49,7	38,4	34,1
Bienes de capital	582,1	772,0	1.131,7	1.479,9	32,6	46,6	30,8
Maquinaria	439,4	566,9	813,2	1.038,9	29,0	43,4	27,8
Material de transporte	42,0	73,0	145,7	260,2	73,8	99,6	78,6
Bienes intermedios	4.058,3	3.446,0	3.833,9	4.116,2	-15,1	11,3	7,4
No energéticos	2.223,7	2.517,0	2.863,3	3.327,7	13,2	13,8	16,2
Productos no clasificados (c)	—	—	—	5,8	—	—	—

Fuente: DGA.

(a) Cifras provisionales.

(b) Estas cifras no coinciden con las suma de bienes de consumo, bienes de capital y bienes intermedios no energéticos, ya que dentro de los bienes de consumo no duraderos se encuentran determinados productos energéticos, por ejemplo, las gasolinas.

(c) Incluidos en el total no energético.

ESTRUCTURA DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

Porcentajes de participación

	OCDE		CEE		EE.UU.		OPEP		COMECON		Resto de América		Países asiáticos industrializados		Resto del Mundo	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
EXPORTACIONES TOTALES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ENERGETICAS	4,7	3,9	4,2	2,8	11,2	14,5	10,5	6,7	5,7	2,7	3,3	0,7	0,2	0,5	5,7	4,7
NO ENERGETICAS	95,3	96,1	95,8	97,2	88,8	85,5	89,5	93,3	94,3	97,3	96,7	99,3	99,8	95,5	94,3	95,3
Bienes de consumo	43,1	40,9	42,3	40,1	49,2	46,6	32,5	25,1	12,5	13,7	28,3	20,5	22,9	21,9	21,7	18,9
Alimentos	15,1	14,1	14,5	13,5	13,8	13,0	11,5	9,3	10,1	11,2	5,2	4,6	2,2	1,8	9,8	8,8
Duraderos	16,7	16,2	19,2	18,5	5,0	3,7	4,2	4,1	0,5	0,4	14,9	9,4	10,3	12,6	6,3	4,5
Automóviles	13,0	12,8	15,5	15,2	—	—	0,2	0,7	—	—	0,9	0,3	6,9	10,4	3,4	2,0
No duraderos	11,3	10,6	8,6	8,0	30,4	29,9	16,8	11,7	1,9	2,1	8,1	6,5	10,5	7,4	5,6	5,7
Bienes de capital	9,9	11,0	10,7	12,1	5,1	4,8	13,6	15,8	25,4	22,0	21,8	27,4	7,3	6,8	16,5	17,7
Maquinaria	7,4	7,0	7,8	7,5	4,0	3,9	9,2	8,0	15,5	19,6	13,6	14,7	5,7	5,9	7,4	7,3
Material transporte	1,9	3,4	2,3	4,1	—	—	3,9	7,1	9,1	1,6	7,1	9,9	1,1	0,3	8,4	9,7
Bienes intermedios	46,9	48,1	47,0	47,8	45,7	48,5	53,9	58,9	62,1	64,2	49,9	51,4	69,8	71,0	61,8	63,2
Intermedios no energét.	43,0	45,2	43,0	45,2	40,0	42,8	45,9	53,0	56,3	61,5	46,5	50,6	69,5	70,5	56,5	58,7
IMPORTACIONES TOTALES	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
ENERGETICAS	3,1	2,3	2,9	2,0	6,2	5,6	92,9	88,7	55,7	54,2	46,1	30,8	—	0,2	16,8	10,7
NO ENERGETICAS	96,9	97,7	97,1	98,0	93,8	94,4	7,1	11,3	44,3	45,8	53,9	69,2	100,0	99,8	83,2	89,3
Bienes de consumo	19,3	21,3	20,9	23,7	4,5	5,7	0,5	1,3	14,8	10,2	11,1	16,0	54,3	48,1	21,6	26,6
Alimentos	5,3	5,3	6,1	6,2	1,7	1,9	0,3	0,8	10,7	6,0	10,0	13,5	6,5	3,5	11,2	12,9
Duraderos	9,5	11,2	10,0	12,4	1,0	1,9	—	0,3	3,0	3,2	0,7	1,5	30,0	24,1	2,4	3,3
Automóviles	5,6	7,0	7,3	9,0	—	—	—	—	1,4	1,6	—	—	—	—	—	—
No duraderos	4,5	4,7	4,8	5,1	1,8	2,0	—	0,2	1,0	1,0	0,4	1,0	17,8	20,5	8,0	10,4
Bienes de capital	23,9	25,6	23,3	23,8	21,9	30,1	0,1	0,2	3,9	4,3	1,4	1,9	24,2	30,1	1,6	2,7
Maquinaria	17,6	18,2	17,4	17,4	15,9	16,2	—	0,2	2,6	2,7	1,0	1,7	21,5	27,0	1,0	1,9
Material de transporte	3,1	4,7	3,1	4,0	2,4	10,5	—	—	0,7	0,8	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3
Bienes intermedios	56,8	53,0	55,7	52,4	73,6	64,0	99,4	98,5	81,3	85,4	87,5	82,0	21,5	21,7	76,7	70,7
Intermedios no energét.	53,9	50,9	53,0	50,6	67,4	58,4	6,5	9,7	25,7	31,1	41,4	51,2	21,5	21,6	60,0	60,0

Fuente: DGA. Las cifras del año 1988 son provisionales.

crudos de petróleo, que, en toneladas, fueron inferiores en un 7,1 % a los del año anterior. La adquisición de productos derivados aumentó un 19 %, incluyendo los gases, y no varió la del carbón. La caída de la importación energética, en 1988, resulta difícil de explicar, pues no se corresponde con la evolución del consumo interior de productos petrolíferos ni parece que se hayan producido movimientos de existencias suficientemente importantes. Podría estar relacionada con el excesivo aumento que se registró en la importación energética durante el año 1987, igualmente difícil de explicar, y derivarse de la siempre problemática contabilización de las importaciones de crudo de petróleo, en especial de la realizada en régimen de maquilas. Si se promedian las toneladas de crudo importadas en los dos últimos años se obtiene una evolución mucho más homogénea, en línea con la que se venía registrando en años anteriores y estrechamente relacionada con el consumo interior de estos productos.

El precio medio anual del barril de crudo importado en el año 1988 fue de 14,5 dólares, un 14 % menos que en el año precedente. Teniendo en cuenta la apreciación de la peseta frente al dólar, el precio de la tonelada media de crudos fue de 12.450 pesetas, casi un 19 % inferior al precio registrado en 1987. El índice de valores unitarios del conjunto de la importación de productos energéticos disminuyó un 16,8 %, lo que incidió muy favorablemente sobre la relación real del intercambio del comercio de bienes que mejoró un 3,5 % durante 1988. La mejora acumulada durante los tres últimos años ha sido del orden del 23 %, lo que contribuyó a atenuar considerablemente el deterioro del déficit comercial.

Utilizando la información de la Dirección General de Aduanas, se aprecia cómo el incremento de las importaciones de productos no energéticos, durante el año 1988, tuvo un carácter generalizado, tanto en su composición por grupos de productos como en su origen por áreas económicas (véase cuadro II-14). Destaca la importación procedente de Estados Unidos, con una tasa de crecimiento superior a la de la CEE, sobre todo en lo que se refiere a compra de bienes de equipo. Parece que la apreciación de la peseta frente al dólar está suponiendo un aliciente importante para la recuperación de las compras a Estados Unidos, que tanto habían bajado su porcentaje de participación, en los últimos años. En cualquier caso, la importancia relativa de la importación procedente de los países de la CEE continuó aumentando, en 1988, hasta situarse en el 56,8 % del total y en el 62,8 % de la importación no energética. Fue especialmente importante el incremento en la compra de bie-

nes de consumo duradero y, dentro de éstos, de los automóviles. Hay que resaltar, igualmente, el aumento de la importación de productos intermedios no energéticos que, en 1988, supusieron el 53 % de la importación no energética. Este heterogéneo grupo de productos tiene una evolución relativamente uniforme a lo largo del tiempo, estrechamente vinculada a la actividad económica interior y a la exportación de productos industriales; así, la tasa de crecimiento del componente de productos metálicos para la fabricación de maquinaria del año 1988 fue superior al 27 %. La importación no energética del año 1988, por tanto, respondió a la composición de la demanda final de la economía y se vio favorecida, además, por la moderación de los precios en los mercados internacionales y por el tipo de cambio de la peseta.

En el cuadro II-15 se recoge la evolución del déficit comercial no energético en los dos últimos años, así como su composición por grupos de productos y áreas económicas. El patrón comercial español es distinto frente a los países desarrollados y a los países en desarrollo; ante los primeros, existe un superávit en el comercio de bienes de consumo y un déficit en el comercio de bienes de equipo y productos intermedios no energéticos, mientras que, ante los segundos, se produce un excedente en la exportación neta de bienes de equipo y un relativo equilibrio en el resto de los productos. El superávit de bienes de consumo con los países industrializados tiene una composición muy variada: frente a la CEE se basa en la exportación neta de alimentos y en los automóviles; frente a Estados Unidos en la venta de bienes de consumo no duradero y, en menor medida, en los alimentos; y frente a Japón, por último, el saldo es negativo, debido a la cuantía de las importaciones de bienes de consumo duradero, excluidos los automóviles, algo similar a lo que ocurre con los países asiáticos industrializados. En cuanto al incremento del déficit no energético en el último año, su deterioro con el mundo desarrollado ha sido generalizado, incrementándose sustancialmente el déficit de bienes de capital y productos intermedios no energéticos en prácticamente todas las zonas y reduciéndose el superávit de bienes de consumo con la CEE y Estados Unidos. Igualmente preocupante, de cara a su evolución futura, es la reducción del superávit no energético frente a los países en desarrollo, ya que, si bien en su componente de bienes de equipo mejoró ligeramente, se incrementó el déficit de productos intermedios no energéticos y pasó de positivo a negativo el excedente de bienes de consumo.

Los ingresos por turismo tuvieron un crecimiento real, en el año 1988, del 2,1 %, la mitad del alcanza-

COMERCIO EXTERIOR POR PRODUCTOS Y AREAS ECONOMICAS

Tasas de variación en pesetas corrientes

	OCDE		CEE		EE.UU.		OPEP		COMECON		Resto de América		Países asiáticos industrializados		Resto del Mundo	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
EXPORTACIONES TOTALES	13,0	13,6	16,1	14,7	-2,1	7,8	-11,0	12,5	-18,3	-6,3	-12,2	-0,6	27,7	53,5	-0,9	5,0
ENERGETICAS	-9,0	-5,0	-9,0	-25,2	-7,7	39,3	-4,9	-28,5	228,4	-56,0	95,2	-78,0	—	—	-5,5	-12,7
NO ENERGETICAS	14,3	14,5	17,5	16,5	-1,3	3,7	-11,7	17,3	-21,9	-3,2	-13,9	2,0	29,5	53,2	-0,6	6,0
Bienes de consumo	11,2	7,7	15,5	8,7	-5,7	2,1	12,6	-13,1	-12,1	2,7	-7,9	-27,8	31,5	46,9	8,9	-8,3
Alimentos	13,0	6,0	16,9	7,2	—	1,3	30,1	-8,8	-7,9	3,3	7,7	-13,8	—	30,0	9,4	-6,4
Duraderos	12,0	9,7	13,0	10,7	-2,8	-21,1	-20,8	9,5	-53,5	-20,8	-15,9	-37,8	38,7	88,4	18,8	-25,4
Automóviles	12,1	11,7	12,5	11,6	—	—	-43,2	238,3	—	—	-15,6	-61,7	38,1	131,0	31,0	-38,6
No duraderos	7,6	6,8	18,9	7,0	-8,5	6,4	14,3	-21,8	-12,0	6,0	0,6	-20,8	29,4	9,1	-0,9	7,0
Bienes de capital	16,7	25,4	21,0	29,7	-16,3	1,7	25,2	30,7	-31,4	-18,7	-30,9	24,8	9,1	43,1	23,6	12,8
Maquinaria	14,2	7,8	17,2	10,1	-15,5	5,1	7,4	-2,9	37,9	18,6	-27,4	8,1	4,4	58,2	13,1	3,3
Material transporte	26,6	104,0	33,2	106,7	—	—	176,6	104,3	-58,8	-84,2	-26,5	38,2	—	—	42,8	21,5
Bienes intermedios	13,8	16,5	15,6	16,5	4,1	14,5	-25,9	23,0	-12,9	-3,0	-3,3	2,4	28,6	56,2	-8,6	7,4
Intermedios no energét.	15,9	19,4	18,2	20,4	2,8	15,0	-27,8	29,8	-18,9	2,4	-7,4	8,0	31,7	55,7	-8,7	9,1
IMPORTACIONES TOTALES	25,7	21,9	31,8	21,2	2,6	25,0	3,4	-17,7	70,5	11,9	8,2	1,2	68,6	37,2	-7,9	20,8
ENERGETICAS	-7,2	-9,7	7,4	-17,0	-30,6	12,9	2,9	-21,4	186,9	9,0	33,8	-32,3	—	—	-51,0	-22,8
NO ENERGETICAS	27,1	22,9	32,7	22,3	6,0	25,7	10,0	29,9	12,9	15,6	-8,4	29,8	68,6	37,0	11,8	29,5
Bienes de consumo	43,1	34,6	57,2	37,3	-1,3	59,6	109,4	127,6	47,1	-22,2	28,2	45,5	65,2	21,4	58,8	48,3
Alimentos	28,2	23,4	35,7	22,9	-31,4	42,5	93,1	80,8	61,5	-37,4	25,3	36,6	81,3	-26,4	40,7	39,5
Duraderos	58,7	44,1	84,9	50,6	78,3	125,0	—	—	37,2	17,2	60,1	130,4	64,9	10,0	133,4	62,2
Automóviles	98,2	51,8	102,9	50,6	—	—	—	—	65,5	27,7	—	—	—	—	—	—
No duraderos	33,4	27,5	41,9	28,1	15,9	36,5	—	—	-13,9	17,4	66,3	120,9	60,0	58,3	72,3	56,4
Bienes de capital	43,8	30,7	49,4	23,5	24,2	71,6	—	—	44,5	24,2	171,9	41,7	72,2	70,6	82,8	95,4
Maquinaria	41,3	26,0	46,9	21,4	22,3	27,6	—	—	32,8	16,6	176,2	66,0	71,6	72,1	90,7	125,8
Material de transporte	96,8	82,2	104,4	55,3	69,0	449,2	—	—	167,4	24,3	—	—	—	—	—	—
Bienes intermedios	14,8	13,7	18,7	14,0	-2,2	8,7	3,0	-18,4	76,9	17,5	5,1	-5,2	73,6	38,7	-18,4	11,3
Intermedios no energét.	16,6	15,1	19,6	15,7	1,7	8,3	4,8	22,8	-4,2	35,5	-15,2	24,9	73,6	37,5	0,1	20,8

Fuente: DGA. Las cifras del año 1988 son provisionales.

CUADRO II-15

COMPOSICION DEL DEFICIT NO ENERGETICO (a)

m.m.

	Mundo		OCDE		CEE		EE.UU.		Japón		Países asiáticos industrializados		Países en desarrollo(b)	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
Saldo no energético	-1.117,5	-1.765,2	-1.148,7	-1.678,7	-635,6	-928,3	-166,2	-276,0	-225,0	-306,4	-93,0	-120,5	129,5	22,7
Bienes de consumo	554,7	296,2	578,7	391,3	442,3	283,9	145,9	135,9	-69,0	-80,4	-63,3	-74,9	47,4	-23,4
Bienes de equipo	-659,9	-909,2	-737,2	-980,9	-482,5	-578,2	-92,4	-170,8	-91,4	-139,1	-29,6	-51,2	113,5	122,3
Bienes intermedios no energéticos	-985,0	-1.128,7	-973,0	-1.057,9	-597,1	-636,6	-200,8	-208,4	-64,6	-86,7	0,1	5,4	-25,0	-74,2

Fuente: DGA.

- (a) Los saldos no energéticos no coinciden con la suma de sus tres componentes, debido a que en los bienes de consumo están incluidos determinados productos energéticos, por ejemplo, las gasolinas. Los saldos para el total mundial tampoco son, exactamente, la suma de los de las distintas áreas, ya que no se incluyen los países y zonas no especificadas. Las diferencias en ambos casos son insignificantes.
- (b) OPEP, resto de América y resto del mundo.

do en el año precedente. Aunque el número de extranjeros entrados en España durante el año 1988 se incrementó en un 6,4 %, hay que tener en cuenta que en esta cifra se incluyen los visitantes de distintos países cuya incidencia sobre la actividad turística es muy escasa. Así, si se excluyen de la comparación anterior los turistas de nacionalidad portuguesa y marroquí, el incremento correspondiente es del 4,8 %, en mayor consonancia con la tasa real estimada, pero que evidencia una evolución muy desfavorable en el gasto medio por turista. En cuanto a los pagos por turismo, se mantuvo, en 1988, la tónica de fuerte aumento real de años anteriores, de acuerdo con la evolución de los gastos de consumo españoles en el interior del país y con el tipo de cambio de la peseta.

En cuanto al comercio de servicios, durante el año 1988 se registró un notable empeoramiento, incrementándose moderadamente los ingresos, en línea con los resultados de años anteriores, y acelerándose intensamente los gastos, cuyo incremento real fue superior al 23 %. Dentro de éstos, destacan las tasas de crecimiento registradas por los fletes: 26,5 %; transacciones gubernamentales: 32,7 % y asistencia técnica y royalties: 42 %, todas ellas expresadas en pesetas. Debe tenerse en cuenta que la liberalización en el comercio de servicios se irá intensificando en los próximos años, por lo que estos ritmos de crecimiento deben continuar en el futuro, suponiendo un factor adicional de preocupación para la evolución del déficit por cuenta corriente.

El análisis realizado hasta ahora sobre la demanda exterior de la economía española se concreta en que, durante el año 1988, el saldo de las transacciones de bienes y servicios con el resto del mundo empeoró en 508 mil millones de pesetas, en relación con el año 1987. Obsérvese que, tal como se recogía en el cuadro II-1, al comienzo de este capítulo, el empeoramiento fue aún mayor si la comparación se realiza en pesetas constantes del año anterior (más de 800 mil millones de pesetas), debido a que la relación real de intercambio fue favorable, un año más, para la economía española. El paso desde el saldo neto por bienes y servicios al de las operaciones por cuenta corriente no tuvo, en el año 1988, diferencias acusadas, ya que el incremento en el déficit por rentas de inversión fue similar a la mejora registrada en la balanza de transferencias (véase el cuadro II-4 del epígrafe anterior).

Los ingresos por rentas de la propiedad y de la empresa, rúbrica principal de las rentas de inversión, aumentaron, en el año 1988, a una tasa superior al 40 %, como consecuencia de los intereses recibidos por las colocaciones en el exterior de las reservas de divi-

sas, que tanto se incrementaron a lo largo de los dos últimos años. Pero los pagos por este mismo concepto aumentaron también a un ritmo extraordinario —38 % en 1988, frente a una tasa prácticamente nula en 1987— con lo que el déficit de partida se amplió notablemente. Las fuertes entradas de capital que está recibiendo la economía española se hacen sentir con intensidad creciente en la balanza por cuenta corriente (1).

En cuanto a la balanza de transferencias, la mejora de su saldo (150 m.m. de pesetas) ha superado todas las previsiones. El resultado del juego de subvenciones de explotación y a la importación e impuestos ligados a la producción e importación ha sido favorable a España. A través de él se canalizan las transferencias con la CEE que, en el año 1988, han arrojado un saldo muy positivo.

El resultado final de las balanzas de bienes y servicios, rentas de inversión y transferencias determinó, tal como se comentó en el epígrafe introductorio de este capítulo, un notable empeoramiento en el saldo por cuenta corriente en el año 1988, atenuado, de nuevo, por las transferencias de capital recibidas de la CEE. Aún así, la necesidad de financiación de la economía española en dicho año se situó en el 0,9 % de su producto interior, quedando planteado el interrogante de cuál puede ser su evolución futura.

Para 1989 se prevé que el crecimiento real de la importación no energética se desacelerará, considerando que los efectos negativos de la apertura al exterior se reducirán ya considerablemente; la tasa real de las exportaciones no energéticas disminuirá en sólo dos puntos, aunque los mercados exteriores tendrán un incremento menor, se perderá competitividad y se mantendrá la fortaleza del mercado nacional; el precio medio anual del barril de crudo de petróleo importado se situará en 17,0 dólares y, en fin, el crecimiento real del turismo será inferior al del año 1988 y los servicios no tendrán un comportamiento tan negativo como en el año pasado. Pues bien, aún con estos supuestos tan favorables —que la información disponible para el primer cuatrimestre del año hace ya de muy difícil alcance— y si además, de nuevo la balanza de transferencias equilibra, aproximadamente, el empeoramiento considerado para las rentas de inversión, el déficit de la balanza por cuenta corrien-

(1) Obsérvese que el análisis se ha realizado utilizando los conceptos de la cuenta del resto del mundo de la Contabilidad Nacional. Los resultados serían similares en términos de Balanza de Pagos o con los datos del Registro de Caja del Banco de España. Algo similar ocurre con el saldo por transferencias.

te se situará por encima de los 8.000 millones de dólares, siendo la necesidad de financiación de la economía superior al 2 % del producto interior. Esta cifra, condiciona ya, seriamente, la magnitud del desequilibrio exterior de los próximos años, y hace que una previsión del déficit corriente como porcentaje del PIB del 5 % haya dejado de ser una extrapolación arriesgada, a menos que la economía modere apreciablemente el crecimiento de su demanda nacional.

3. PRODUCCION, EMPLEO Y PARO

3.1. Producción

En el cuadro II-16 se presenta la estimación de la evolución del PIB real por ramas de actividad que, en 1988, se caracterizó por un mayor dinamismo de la construcción y de los servicios, una ligera desaceleración de la industria, y un comportamiento del sector primario menos positivo que el año anterior.

Es importante advertir en relación con el cuadro II-16 que, como es habitual en la experiencia estadística y contable de casi todos los países, la estimación del PIB desde la óptica de las ramas de producción no coincide con la que se obtiene por la vía del gasto. En 1988, y en el caso de la economía española, los indicadores y datos disponibles para su estimación como suma de valores añadidos de las distintas ramas, apuntan a un crecimiento del PIB real dos o tres décimas superior al que se obtiene con los datos de demanda, dependiendo, además, su valoración final, de la estructura inicial de ponderaciones que se utilice. En el cuadro II-2, en el primer epígrafe de este capítulo, se introdujo un renglón de ajuste, en valores absolutos, para acomodar la estimación desde la oferta al PIB obtenido desde la óptica de la demanda a pesetas constantes de 1987. En

el cuadro II-16, sin embargo, este renglón no se ha recogido, por carecer de sentido su expresión en términos de tasas de variación.

El valor añadido del sector primario creció un 3,7 %, resultado que ha de calificarse de positivo teniendo en cuenta que 1987 fue un año excepcionalmente favorable para la agricultura, y que, en este sector, es normal la alternancia en el signo de su evolución en años sucesivos. La producción real final agrícola creció en torno al 6,0 %, —fue muy favorable la producción de cereales— siendo menores, pero positivos, los ritmos de crecimiento de la ganadería y del sector forestal, y ligeramente negativo el de la pesca.

En el sector industrial —excluida la construcción— destacó la evolución de las ramas energéticas, y, en concreto, la de la energía eléctrica. El Instituto Nacional de Estadística ha estimado, provisionalmente, el crecimiento del valor añadido real del conjunto de estas ramas en un 6.0 %, lo que implica un aumento todavía mayor del de la energía eléctrica, ya que las otras subramas, incluido el refino de petróleo, crecieron muy moderadamente. La producción final de energía eléctrica, según los datos facilitados por UNESA, creció en torno al 4,4 %, pero la importancia de la aportación de la de origen hidráulico, que sustituyó a la térmica clásica, supuso un importante ahorro en consumos intermedios, lo que explica el fuerte aumento del valor añadido. La pujanza del sector, como luego se verá, determinó, también, un crecimiento importante del empleo.

La producción final de los sectores industriales no energéticos creció, en términos reales, en torno al 3,8 %. En el cuadro II-17 se ha recogido la evolución del Índice de Producción Industrial y sus principales componentes que, pese a sus limitaciones estadísticas derivadas de lo obsoleto de su muestra, orienta sobre la evolución diferencial de las distintas subramas. Adviértase, no obstante, que, si se excluye la energía —sector para el que el propio INE, como se

VALORES AÑADIDOS POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)				
				Tasas de variación
	1985	1986	1987	1988
Ramas agraria y pesquera	3,1	-9,1	9,6	3,7
Industria, excluida la construcción	2,1	5,6	5,3	4,2
Construcción	2,2	5,9	10,4	12,5
Servicios	2,3	3,4	4,7	5,2

Fuente: Hasta 1987, INE. En 1988, BE.

(a) Hasta 1987, pesetas constantes de 1980. En 1988, pesetas constantes del año anterior.

INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCION: INDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL
(Base 100 = 1972)

Tasas de variación

	1985	1986	1987	1988
INDICE GENERAL	2,0	3,1	4,6	2,9
CLASIFICACION POR EL ORIGEN DE LOS PRODUCTOS:				
Energía (10,3 %)	4,1	0,7	0,2	0,5
Extracción y preparación de combustibles sólidos	1,3	-3,7	-9,3	-6,6
Extracción de petróleo	-6,8	-13,6	-9,3	-10,3
Refino de petróleo	1,5	10,1	-4,3	-2,1
Extracción de minerales radiactivos	-10,8	21,9	-3,5	-12,2
Producción de energía eléctrica y gas	5,6	1,5	3,8	2,8
Minerales no energéticos y químicas (21,2 %)	0,3	-1,2	-0,4	3,5
Extracción y preparación de minerales metálicos	-3,8	-11,5	-35,3	-1,2
Producción y primera transformación de metales	1,5	-7,2	-1,5	3,1
Extracción de minerales no metálicos ni energéticos	-5,9	0,3	-5,4	11,1
Industrias de productos minerales no metálicos	-5,4	7,5	3,1	7,9
Industria química	2,4	1,6	1,8	1,6
Industrias transformadoras de metales, mecánica de precisión (24,2 %)	3,8	9,4	11,8	9,5
Fabricación de productos metálicos, (excep. máquinas y mat. transp.)	2,3	1,7	9,1	7,9
Construcción de maquinaria y equipo mecánico	9,8	6,0	0,7	3,4
Construcción de máquinas de oficina	-16,8	-13,9	-4,6	-10,1
Construcción de maquinaria y material eléctrico	-0,2	13,0	11,9	7,6
Fabricación de material electrónico (excepto ordenadores)	-0,9	28,1	32,8	13,2
Construcción de vehículos automóviles	8,6	10,9	11,8	13,1
Construcción naval	4,7	27,6	8,9	20,8
Construcción de otro material de transporte	-22,7	-5,0	20,6	2,3
Fabricación de instrumentos de precisión, óptica y similares	6,2	4,1	24,7	-7,9
Otras industrias manufactureras (44,3 %)	1,4	3,0	4,8	-0,4
Alimentos, bebidas y tabaco	4,8	-0,9	7,7	3,3
Industria textil	4,5	8,1	3,9	-7,1
Industria del cuero	-0,8	4,0	-0,2	-8,9
Calzado, vestido y otras confecciones textiles	-1,4	-1,4	-1,3	-5,6
Industrias de madera y corcho	-8,1	16,4	6,5	4,1
Industrias del papel, artes gráficas y edición	-2,7	6,4	4,4	—
Transformación del caucho y materias plásticas	5,1	0,9	7,3	4,2
CLASIFICACION POR DESTINO DE PRODUCTOS				
Bienes de consumo (35,8 %)	1,1	3,3	5,6	2,5
Alimentos, bebidas y tabaco	4,8	-1,8	8,7	3,2
Otras manufacturas de consumo	-0,7	5,5	4,6	2,2
Bienes de equipo (14,1 %)	7,2	10,6	16,1	10,6
Estructuras metálicas y calderería	4,6	2,6	7,7	11,1
Material de transporte	9,5	20,7	16,8	19,6
Maquinaria y resto	7,1	8,8	17,6	7,2
Bienes intermedios (50,1 %)	1,7	1,5	1,5	1,4
Energía	4,1	0,7	0,2	0,5
Materiales de construcción	-3,4	2,0	1,2	4,9
Extracción de minerales no energéticos y química	1,2	-3,3	-1,8	3,5
Otros bienes intermedios	1,7	5,6	4,8	—
PRO-MEMORIA:				
IPI no energético	1,7	3,5	5,3	3,3

Fuente: INE.

señaló antes, ha ofrecido una estimación alternativa— el ritmo de crecimiento del IPI no energético, 3,3 %, es sólo cinco décimas inferior al crecimiento del valor añadido industrial correspondiente, lo que implica una estimación conservadora de este último, teniendo en cuenta que el IPI tiende a infravalorar la evolución de la producción final. Obsérvese, por tanto, que la comparación entre el 2,9 % de crecimiento del IPI total y el 4,2 % estimado para el valor añadido real del total de la industria es engañosa, ya que la diferencia sustancial está, precisamente, en los sectores energéticos, para los que existen fuentes de información alternativas más fiables que la derivada del IPI.

La evolución de la producción industrial no energética por ramas respondió, en líneas generales, a la presión de la demanda final, nacional y exterior, aunque se vio negativamente afectada por el mantenimiento de la alta tasa de penetración de las importaciones. En relación a 1987, el impacto negativo del sector exterior fue mayor en las industrias productoras de bienes de consumo que en las de bienes de inversión o intermedios, no tanto por el comportamiento diferencial de las importaciones, sino, sobre todo, porque las exportaciones de bienes de consumo desaceleraron su ritmo de crecimiento, mientras que las otras mostraron un fuerte dinamismo.

La desaceleración, en 1988, de la demanda final de bienes de equipo comentada en el epígrafe anterior, no se tradujo, según los expertos del sector, en una desaceleración de la producción final correspondiente ya que, por una parte, la demanda nacional se atendió con mayor proporción de producción interior, y, por otra, se aceleraron las exportaciones. Aunque el IPI sí acusa una cierta pérdida de dinamismo, recuérdese que su cobertura, en el caso de la maquinaria y equipo, es especialmente incompleta e inadecuada. Dentro de los sectores productores de bienes de equipo hay que destacar el comportamiento muy positivo de las industrias de material de transporte, en general, y ferroviario, en particular. Por el contrario, la producción de grandes equipos mecánicos y eléctricos evolucionó de forma menos favorable.

Las industrias productoras de bienes de consumo no solo crecieron menos que las de equipo sino que, además, desaceleraron su ritmo de aumento en relación a 1987. No obstante, hay que destacar un nuevo crecimiento importante, y superior al esperado, de la rama de construcción y reparación de automóviles. La alimentación también logró una tasa de aumento positiva en términos reales, aunque menor que en 1987 debido, sobre todo, al cambio de signo de su saldo comercial con el resto del mundo. La evolución

de las otras industrias de manufacturas de consumo fue muy dispar, destacando, no obstante, el retroceso de las ramas de textil, cuero, vestido y calzado. Las industrias productoras de bienes intermedios, por su parte, también hubieron de soportar una importante competencia de los productos importados, aunque menor que en 1987. Hay que destacar el crecimiento de las industrias productoras de materiales de construcción y de buena parte de las industrias extractivas no energéticas.

La rama de la construcción fue la protagonista de la evolución de la actividad económica en el año, con un crecimiento de su valor añadido real estimado en torno al 12,5 %. La fortaleza de la demanda de inversión final de este tipo de bienes, descrita en el epígrafe precedente, explica el comportamiento del valor añadido del sector, que creció algo menos que la formación bruta de capital fijo correspondiente debido a la actividad, más moderada, de la subrama de reparaciones, —esta se destina a consumo privado o consumo intermedio—. Hay que insistir en que este comportamiento tan dinámico del valor añadido fue, sobre todo, el resultado de una muy importante aceleración del crecimiento del excedente bruto empresarial del sector.

El valor añadido real de los servicios creció, en 1988, a una tasa estimada del 5,2 %, de magnitud similar para los privados y los públicos. Aunque el aumento real de la producción final de servicios no destinados a la venta de las Administraciones Públicas —el consumo público— fue, como se vio en el epígrafe precedente, algo menor —4,6 %—, el valor añadido correspondiente creció a una tasa superior —5,3 %— debido al ahorro relativo de consumos intermedios —las llamadas compras—. Se ha estimado que el componente de remuneración del valor añadido creció un 5,0 % en términos reales, y el excedente bruto correspondiente —que en este sector es igual al consumo real de capital fijo o depreciación del equipo productivo— en torno al 9,5 %. Hay que advertir que, del 5,0 % de aumento real de las remuneraciones, se estima que, en torno a tres puntos, se explican por el crecimiento del empleo, y otros dos, por aumentos de productividad. Aunque esta última podría parecer excesivamente elevada, hay que tener en cuenta que, por lo menos, un punto es atribuible a la reclasificación de algunos colectivos de empleados públicos —médicos, maestros, etc.—. En principio, los aumentos del promedio de las remuneraciones que son el resultado de una reestructuración de las categorías del personal, pero sin elevación de la retribución de cada categoría, se consideran crecimientos de la productividad y, por tanto, deben

asignarse al producto real correspondiente. No obstante, y dadas las características específicas de las mencionadas reclasificaciones que, en buena medida, constituyeron un mecanismo de mero aumento de la retribución salarial de los afectados, sólo una parte menor se ha considerado aumento real del valor añadido del sector.

El valor añadido del conjunto de los otros servicios, excluidos los de las Administraciones Públicas creció, en 1988, un 5,2 % en términos reales, estimación que, además, oculta un comportamiento más expansivo de prácticamente todas las ramas productoras de este tipo de bienes, con la excepción de los alquileres, la educación privada y el servicio doméstico. Como repetidamente se ha señalado, los servicios reales de alquileres evolucionan con cierta independencia relativa del ciclo económico, al estar más relacionados con fenómenos de tipo demográfico. Ello explica su sostenimiento por encima del crecimiento medio del PIB en fases de depresión, y una relativa moderación respecto del resto de la economía en las fases de auge. Por lo que se refiere a la educación privada, esta es una rama que viene registrando retrocesos ininterrumpidos desde hace varios años. Muy distinto es el caso del servicio doméstico que, durante los años de crisis, e incluso en los primeros de la recuperación, constituyó un refugio generador de empleo para muchas familias que, en 1988, y con oportunidades alternativas crecientes, han debido de desplazarse hacia otras ramas productivas.

El resto de los servicios mostraron un importante dinamismo, con ritmos de crecimiento reales en torno, o por encima, del 6,0 %. Así, el importante crecimiento del empleo en comercio, restaurantes y hostelería sugiere una evolución muy positiva, especialmente en la primera de estas actividades. Por lo que se refiere a restaurantes y hostelería, ya se comentó en el epígrafe anterior la contradicción entre los datos relativos al movimiento de viajeros y los de pernoctaciones en alojamientos hoteleros, los primeros muy superiores a los segundos, posiblemente por la importancia creciente de alojamientos no hoteleros ligados a la fuerte expansión de las construcciones residenciales en las zonas turísticas. En todo caso, los datos de empleo sugieren una evolución, quizás menos dinámica que en el comercio, pero todavía muy positiva. Los servicios de transportes también evolucionaron favorablemente, especialmente el transporte terrestre de mercancías y el aéreo, y las comunicaciones, por su parte, debieron de registrar un crecimiento real aún superior. La expansión fue igualmente generalizada, e importante, en los servicios personales —excepto el doméstico— y los presta-

dos a las empresas —recuérdese que aquí se incluyen las actividades de promoción inmobiliaria—. Además, hay que señalar que los servicios de sanidad destinada a la venta registraron un fuerte crecimiento real debido a que empezaron a contabilizarse como tales una parte de aquellos servicios sanitarios que, aunque producidos por el sector público, son vendidos al sector privado mediante el correspondiente precio. Por tanto, las cifras de los servicios no destinados a la venta de las AAPP y las de los servicios de sanidad destinados a la venta, hayan sido o no producidos por el sector público, no son estrictamente comparables con las de año anterior, debido a la mencionada modificación de los criterios de contabilización.

Por último, hay que señalar el importante aumento registrado, un año más, por el valor añadido de las ramas de instituciones financieras y de seguros, —que se reflejaba, también, en el renglón de producción imputada de servicios bancarios, en el cuadro II-2, al principio de este capítulo—. Se ha estimado que el crecimiento de la producción final nominal del sector de instituciones financieras —incluida la producción imputada— fue del 14,3 %, igual al de su valor añadido. No obstante, una parte muy importante del valor añadido generado se destinó a hacer provisiones para los fondos de pensiones de estas instituciones, de tal forma que las cotizaciones sociales ficticias de la banca crecieron un 63 %, y, las de las cajas un 153 %. La importancia de estas cifras es tal que, al interpretar tanto los datos de distribución del producto interior bruto entre remuneraciones y excedente, como los relativos al ahorro de las familias, no hay que olvidar que remuneraciones y ahorro están engrosados por esta rúbrica, en el último caso como ahorro forzoso alimentado contablemente por las reservas matemáticas de jubilación. De esta forma, aunque, como se describió en el epígrafe anterior, la tasa de ahorro de las familias en relación en su renta disponible descendió en 1988, los datos de su ahorro total registraron una evolución más favorable cuando se contabiliza este ahorro forzoso no disponible —las reservas matemáticas de jubilación no se consideran renta disponible—.

Los seguros privados, que constituyen la agrupación más importante de las que desarrollan esta actividad, que recoge, además, a las Entidades de Previsión Social y al Consorcio de Compensación, tuvieron una evolución de su producción y valor añadido nominales con una tasa superior al 20,0 %. La evolución del ramo vida, en el que se encuadran los seguros de prima única, explica estas tasas tan elevadas, superiores a las de los restantes servicios.

VARIACIONES DE LA POBLACION ACTIVA

	Cifras absolutas (miles) 1988-IV (a)	Variaciones (miles)			
		1985 (b)	1986 (b)	1987 (b)(c)	1988 (d)
POBLACION MAYOR DE 16 AÑOS	29.932	386	327	400	379
POBLACION ACTIVA	14.621	137	273	358	74
Ocupados	11.920	57	317	371	293
Parados	2.701	80	-44	-13	-219
POBLACION INACTIVA Y EN SERVICIO MILITAR	15.311	249	54	42	305

Fuente: INE.

(a) Según la EPA 87.

(b) Según las series revisadas por el INE, aplicando las definiciones de ocupación de la EPA 87 a las series de la EPA 76.

(c) Corregido el salto estadístico derivado del cambio de la EPA. Dicho salto asciende a 201.000 personas, que habría que deducir del aumento que registraron las series de ocupados (revisadas por el INE) entre el IV trimestre de 1986 y el IV trimestre de 1987 para obtener la verdadera variación del empleo. La distribución por sectores es la siguiente: 28.000 en la agricultura, 61.000 en la industria, 18.000 en la construcción y 94.000 en los servicios.

(d) Corregido el salto estadístico derivado de la incorporación a la EPA de Ceuta y Melilla en el segundo trimestre de 1988.

3.2. Empleo y paro

El aumento de la actividad económica nacional descrito en el epígrafe anterior se reflejó en la evolución del empleo que, según la Encuesta de Población Activa (véase cuadro II-18) volvió a crecer, en 1988, por cuarto año consecutivo (1). Los ocupados totales de la economía aumentaron en 293.000 personas, una cifra ligeramente inferior a la de 1987 (371.000 personas) y a la de 1986 (317.000). Esta desaceleración del crecimiento del empleo en términos absolutos y en porcentaje se vio acompañada por una desaceleración, aún mayor, en el crecimiento de la población activa, que aumentó en 74.000 personas durante el año comentado, frente a 358.000 en 1987. El resultado fue una reducción del paro en 219.000 personas, frente a solamente 13.000 en 1987 y 44.000 en 1986. En el cuarto trimestre de 1988, el desempleo afectaba a 2.701.000 personas, lo que suponía una tasa de paro del 18,5 por 100 de la población activa, punto y medio menos que la que se registraba en el mismo período del año anterior.

El comportamiento de las variables fundamentales del mercado de trabajo, en 1988, hay que situarle en el contexto de su evolución en el pasado reciente. Durante los cuatro últimos años, la economía española ha sido capaz de generar 1.071.000 nuevos puestos de trabajo, de forma neta. Las mejores condiciones para encontrar un empleo que esto ha significado, unidas a un conjunto de causas estructurales, han hecho crecer, también de forma importante, a la población activa, 891.000 personas en el período

comentado. El resultado ha sido que el desempleo sólo se ha reducido en 196.000 personas respecto al nivel que alcanzó en el último trimestre de 1984, una cifra muy inferior al aumento de la ocupación.

Hay que señalar que el descenso del paro durante este período habría sido menor si no hubiera sido por el comportamiento anormal de la población activa en el cuarto trimestre de 1988. En efecto, hasta el tercer trimestre del año pasado, la evolución de la oferta y la demanda de trabajo habían seguido una marcha paralela en lo fundamental, de forma que las reducciones que se producían en el desempleo eran muy pequeñas. Sin embargo, en el último trimestre del año pasado, se registró un descenso de 149.000 parados, lo que supone que, en esos tres meses, se produjo las tres cuartas partes de la reducción del paro registrada en los cuatro últimos años. Ello se debe, en una parte muy sustancial, al descenso de la población activa durante el mencionado trimestre. Aunque se puede apreciar una tendencia a la desaceleración de la oferta de trabajo desde 1987, el comportamiento del último trimestre de 1988 resulta anormal, por lo que, en parte, podría deberse a problemas de índole estadística.

(1) Desde el segundo trimestre de 1988 la EPA se realiza también en Ceuta y Melilla, por lo que en ese período se ha producido una discontinuidad en las series. En ese trimestre, en Ceuta y Melilla había 98.000 personas de más de 16 años, 49.000 activos, 32.000 ocupados y 17.000 parados. Los datos globales, por lo que a las variaciones se refiere, se presentan corregidos de este salto estadístico.

3.2.1. La evolución del empleo

En 1988 (ver cuadro II-19), la agricultura española volvió a ser un sector oferente de mano de obra para el resto de la economía pues, durante el año, su ocupación descendió en 51.000 personas. Como ya es una característica del comportamiento del sector durante más de una década, la reducción del empleo se situó, prácticamente en su totalidad, en los no asalariados.

Es importante señalar que, si se excluye Andalucía, el descenso del empleo agrícola habría sido muy superior, con tasas de descenso más parecidas a las del pasado. Andalucía fue la única región en la que aumentó el empleo en el sector primario, lo que puede tener su origen en la transformación que se está produciendo en la agricultura andaluza hacia cultivos más intensivos, que necesitan más capitalización y más mano de obra asalariada.

Sin embargo, para el conjunto de la economía, el porcentaje de población ocupada en la agricultura sigue siendo muy elevado (el 14,0 por 100 en 1988), sobre todo respecto a los patrones que rigen en la mayoría de los países de la CEE, lo que determinará que, en el próximo futuro, continúe siendo un sector oferente de mano de obra para el resto de la economía.

El crecimiento del empleo de los sectores no agrarios (ver cuadro II-19 y gráfico II-5) fue muy intenso, pero, al igual que ocurrió en el año anterior, continuó desacelerándose. Sin embargo, tal desaceleración no se registró en los asalariados, que aumentaron un 4,7 %, frente a un 4,6 % en 1987. Los no asalariados de los sectores no agrarios se redujeron en 16.000 personas, después de varios años en los que habían experimentado un cierto crecimiento.

El empleo en la industria aumentó, durante 1988, en 14.000 personas, cifra muy inferior a la de los dos años precedentes, y con una desaceleración más in-

CUADRO II-19

VARIACIONES DEL EMPLEO POR SITUACION PROFESIONAL Y RAMAS DE ACTIVIDAD

	Cifras absolutas (miles) 1988-IV (a)	Variaciones (miles)				Variaciones (porcentajes)			
		1985 (b)	1986 (b)	1987(b)(c)	1988 (e)	1985 (b)	1986 (b)	1987 (d)	1988 (e)
OCUPADOS	11.920	57	317	371	293	-1,0	2,3	3,1	2,9
Agricultura	1.673	-108	-165	-26	-51	-1,9	-9,9	-3,1	-2,0
No agrarios	10.247	165	482	397	344	-0,7	5,0	4,3	3,8
Industria	2.819	-49	76	75	14	-3,5	1,7	2,5	1,5
Construcción	1.082	3	84	68	114	-5,1	7,1	9,8	9,8
Servicios	6.346	211	322	254	216	1,4	6,3	4,3	3,9
ASALARIADOS	8.530	178	394	352	355	—	4,7	4,2	4,4
Agricultura	538	21	-18	-5	-5	7,7	-5,1	-1,4	0,5
No agrarios	7.992	157	412	357	360	-0,6	-5,6	4,6	4,7
Industria	2.479	-20	55	101	24	-3,1	1,9	3,2	2,2
Construcción	831	-7	92	73	99	-8,1	10,6	13,7	11,5
Servicios	4.682	184	265	183	237	2,1	7,0	4,1	5,1
NO ASALARIADOS	3.390	-121	-77	19	-62	-3,0	-3,2	0,6	-1,2
Agricultura	1.135	-129	-147	-21	-46	-5,4	-11,9	-3,9	-3,2
No agrarios	2.255	8	70	40	-16	-1,1	3,0	3,1	0,2
Industria	340	-29	21	-26	-10	-6,3	—	-1,9	-4,0
Construcción	251	10	-8	-5	15	2,9	-1,3	—	4,2
Servicios	1.664	27	57	71	-21	-0,6	4,3	4,9	0,1

Fuente: INE.

(a) Según la EPA 87.

(b) Según las series revisadas por el INE, aplicando las definiciones de ocupación de la EPA 87 a las series de la EPA 76.

(c) Corregido el salto estadístico derivado del cambio de la EPA en el segundo trimestre de 1987.

(d) Para calcular las tasas de crecimiento de 1987 y 1988 se ha añadido el salto estadístico de la nota anterior al trimestre de 1987 y a los cuatro de 1986.

(e) Corregido el salto estadístico derivado de la incorporación a la EPA de Ceuta y Melilla en el segundo trimestre de 1988.

EVOLUCION DEL EMPLEO
(Variaciones interanuales en miles de personas)

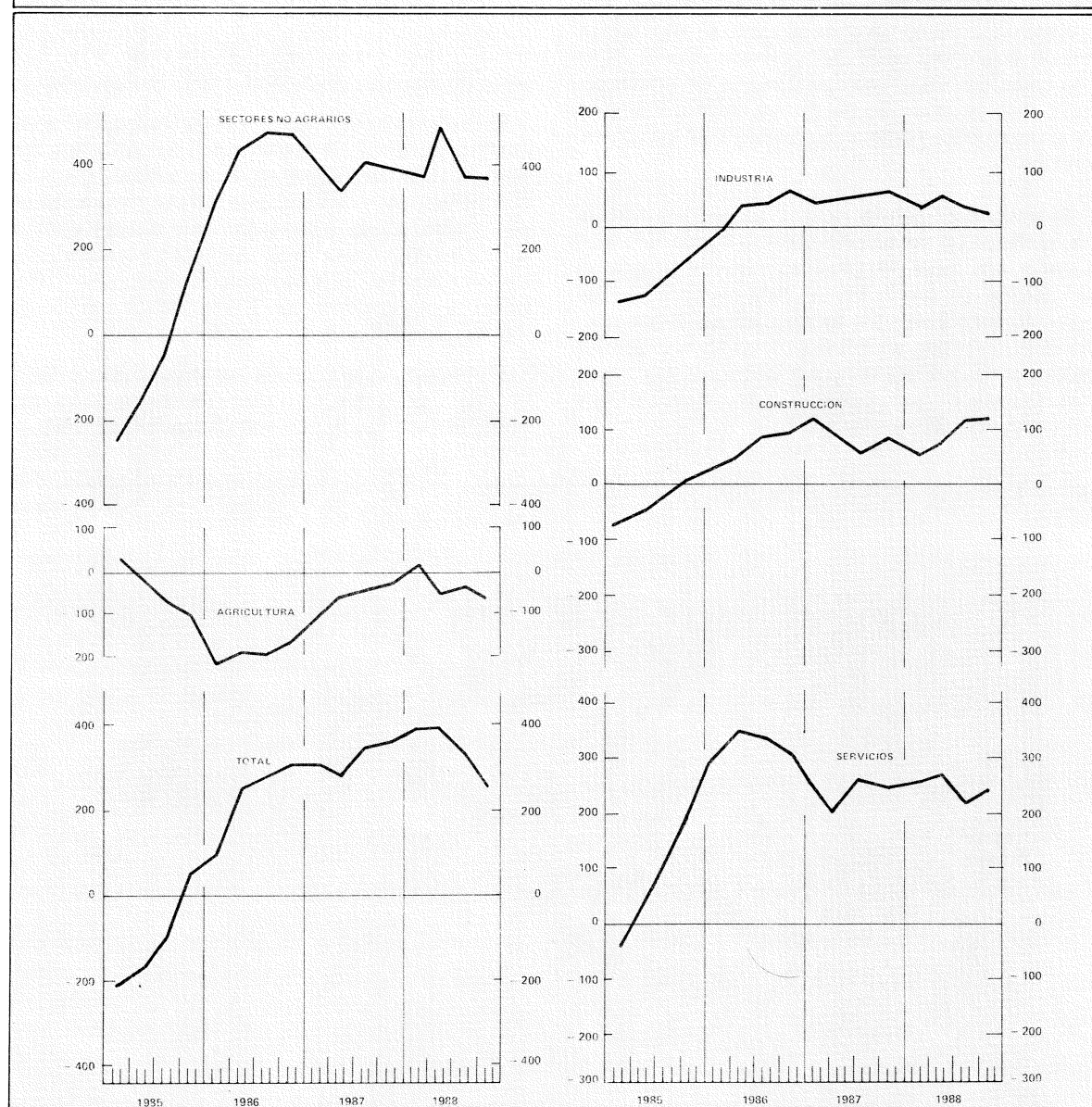


Figura II-5

tensa en los asalariados. Por ramas industriales, hay que destacar el descenso del empleo asalariado registrado en las industrias productoras de maquinaria y material eléctrico o electrónico, automóvil, calzado y plásticos. Las dos primeras pueden tener su origen en los notables aumentos de la productividad que se

vienen registrando en estos sectores; el calzado, debido a la reducción de las exportaciones; y los plásticos, por causas más relacionadas con factores estructurales. En el resto de las ramas, cabe destacar el crecimiento del empleo asalariado que se produjo en las de energía y agua, extracción, primera trans-

formación de metales e industria química, el resto del metal —en particular en los sectores más ligados a la inversión— y en el resto de las industrias manufactureras, especialmente alimentación y madera y muebles.

El empleo de la construcción aumentó, en 1988, en 114.000 personas (9,8 %), casi el doble de lo que lo hizo el año anterior. Este sector está siendo uno de los motores más importantes de crecimiento del empleo, pues durante los últimos tres años ha generado 266.000 puestos de trabajo nuevos, lo que supone un nivel de ocupación un tercio superior al que existía a finales de 1985.

Como ya viene siendo una característica de la actual fase de recuperación del empleo, su centro de gravedad se sitúa en los servicios públicos y privados. Durante 1988, la ocupación de los servicios aumentó un 3,9 %, cifra prácticamente similar a la del año anterior, tanto en valores absolutos como en porcentaje. Sin embargo, mientras que en 1987 una parte de este crecimiento se situó en los no asalariados, en 1988, éstos descendieron ligeramente, lo que ha hecho que sean los servicios el sector que más contribuyó al crecimiento de los asalariados totales de la economía. Los asalariados de los servicios privados aumentaron durante el año en 145.000 personas. Aunque todas las ramas de servicios privados presentan un crecimiento del empleo durante el año, hay que destacar los que se produjeron en los asalariados del comercio y la hostelería y del subsector de servicios a empresas. Los asalariados de los servicios públicos, por su parte, aumentaron en 88.000 personas.

La nueva encuesta de población activa permite conocer el empleo público por instituciones. En el cuar-

to trimestre de 1988, trabajaban para el sector público un total de 1.911.000 personas, lo que supone el 22,4 % de los asalariados totales de la economía. Durante 1988, se redujo el empleo de la administración central a causa de las transferencias de competencias a las comunidades autónomas, mientras que aumentó en las demás instituciones públicas. En total, los diferentes sectores públicos generaron 95.000 nuevos puestos de trabajo durante 1988, lo que supone la cuarta parte del empleo asalariado en el período.

Como ocurriera en 1987, durante el año pasado, la generación de puestos de trabajo de la economía se sustentó en el empleo temporal que, además, está sustituyendo al empleo fijo con bastante velocidad tal como ha ocurrido, también, en otras economías europeas. En efecto, durante el período comentado, los asalariados con contrato temporal crecieron en 521.000 personas, una cifra notablemente superior a la que se registró en la ocupación total. Esto ha hecho que el empleo temporal, que a finales de 1987 suponía el 20 % del empleo asalariado, haya pasado a representar el 25 % en el cuarto trimestre de 1988. Por el contrario, los asalariados que contaban con un contrato por tiempo indefinido descendieron en 167.000 durante el año, a pesar de la intensa recuperación registrada en el empleo total.

Por grupos de edad, el empleo temporal afecta con más intensidad a las capas jóvenes de la población, especialmente las personas menores de 24 años, donde el 47 % de los asalariados ocupados cuenta con un contrato de este tipo. Durante el año pasado, la sustitución de empleo fijo por temporal fue también muy intensa en este grupo de edad, pues mientras que los segundos aumentaron en 228.000 personas,

CUADRO II-20

VARIACIONES DEL EMPLEO POR TIPO DE CONTRATO

	Cifras absolutas (miles) 1988-IV	Porcentaje	Variaciones (miles)				
			IV Trimestre		Semestrales		
			1987	1988	II-1987	I-1988	II-1988
TOTAL OCUPADOS	11.920	—	73	69	264	83	211
ASALARIADOS	8.530	100	95	112	275	109	245
Contrato indefinido y a tiempo completo	6.199	72,7	1	53	-78	-141	-21
Contrato indefinido y a tiempo parcial	179	2,1	1	-7	-30	17	-22
Contrato temporal	2.152	25,2	93	66	383	233	288
NO ASALARIADOS	3.390	—	-22	-43	-11	-26	-34

Fuente: INE.

los primeros disminuyeron en 94.000. La incidencia del empleo temporal en las personas de 25 a 29 años es, también, elevada, pero menor que en el grupo anterior y, a partir de aquí, su incidencia se reduce progresivamente al aumentar la edad.

Por ramas de la producción, los sectores que más han contribuido al desarrollo de los contratos temporales han sido el de los servicios personales, el comercio y la hostelería, la construcción, las industrias manufactureras y la agricultura. Estos cinco sectores suponen el 83,7 % del total de los contratos temporales que existían a finales de 1988. Pero este es un recurso que es utilizado muy generalizadamente por el conjunto de la economía pues, salvo el sector de energía y agua, todas las demás ramas industriales emplean más de un 15 % de sus plantillas en este tipo de contratos.

Al finalizar 1988, el empleo total de la economía estaba compuesto por un 28 % de no asalariados, un 18 % de asalariados con contrato temporal y un 54 % de asalariados con contrato fijo. La pérdida de peso de estos últimos en el conjunto del empleo, tanto a nivel absoluto, como relativo, ha sido, por tanto, una de las características más importantes del actual proceso de generación de puestos de trabajo que está viviendo la economía española.

3.2.2. El crecimiento de la población activa

En 1988, por primera vez desde el inicio de la recuperación de la economía española (ver gráfico II-6), el crecimiento de la demanda de trabajo fue más intenso que el de la oferta, lo que permitió que fuera el primer año en que el nivel de paro disminuyó de forma sustancial.

La ruptura de la evolución de la oferta de trabajo y sus causas se ponen de manifiesto, para el conjunto de los sectores no agrícolas, en el gráfico II-6. En su parte superior, se observa la mencionada caída en el ritmo de crecimiento de la oferta de trabajo iniciada a principios de 1988. En la parte inferior del gráfico se muestran los tres componentes que explican el incremento de la oferta de trabajo.

El crecimiento medio anual de la oferta de trabajo debido al aumento de la población fue, en 1988, de 185.000 personas; lo que supone una continuidad con el ritmo de crecimiento de este componente en el decenio 1977-1987. Este componente tiene importancia pues explica el 51 % del aumento de la oferta de trabajo en los últimos cuatro años y el 59 % del de 1988.

La oferta de trabajo que proviene del descenso del empleo en el sector agrícola registró, durante el pasado año, un crecimiento medio de 35.000 personas, reflejo de la desaceleración en el ritmo de caída del empleo agrario que viene produciéndose desde 1986. En consecuencia, este componente ha tenido escasa importancia en la explicación del incremento de la oferta de trabajo.

El tercer componente de la oferta de trabajo es el que se debe a las variaciones de la tasa de actividad, siendo este el factor determinante de la fuerte desaceleración en el crecimiento de esa variable en 1988. Durante los nueve primeros meses del año se produjo un estancamiento en la evolución de la tasa de actividad total que contrasta con el fuerte dinamismo de esta variable durante los dos años anteriores: en el tercer trimestre de 1988 la tasa de actividad global superaba en tan solo una décima a la tasa registrada en el mismo trimestre de 1987 (7 décimas en 1987, 3 décimas en 1986). Este estancamiento se rompe, abruptamente, en el cuarto trimestre del año, en que la tasa de actividad cayó en cuatro décimas situándose en el 48,9%; ruptura que explica la fuerte desaceleración de la oferta de trabajo a finales del pasado año y que, posiblemente, se deba, en parte, a alguna irregularidad en la elaboración de la EPA correspondiente al cuarto trimestre de 1988 (1). Este componente explica el 27 % de las variaciones de la oferta en los últimos cuatro años y el 29 % de las de 1988.

La evolución de la tasa de actividad constituye la variable central en la explicación de las variaciones de la oferta de trabajo en los últimos años. Durante toda la década 1977/87, los movimientos en la oferta de trabajo estuvieron estrechamente relacionados con las variaciones de la demanda (ver gráfico II-6); en el período 1977/84 la continua caída del empleo produjo la expulsión del mercado laboral de los trabajadores «desanimados», aumentando el número de inactivos. Tal y como se observa en el gráfico, hasta 1984, cuando el empleo descendía acusadamente, el número de personas que se incorporaban al mercado de trabajo tendía a reducirse, mientras que cuando la caída en la ocupación se suavizaba la oferta de trabajo tendía a reaccionar.

(1) El dato de la tasa de actividad total correspondiente al cuarto trimestre de 1988 es, como se señaló antes, fuertemente anómalo. Con objeto de valorar la magnitud de la anomalía se ha comparado el dato observado con las predicciones obtenidas a partir de un modelo univariante, así como las calculadas en base a un modelo de función de transferencia en el que se incluye el nivel de empleo como variable explicativa de la tasa de actividad. En ambos casos el dato observado ha sido netamente inferior a la predicción, superando los errores de predicción en más de cinco veces su desviación standard.

OFERTA Y DEMANDA DE TRABAJO PARA LOS SECTORES NO AGRICOLAS
(Variaciones interanuales en miles de personas)

Gráfico II-6



Fuente: INE, LPA y elaboración propia.

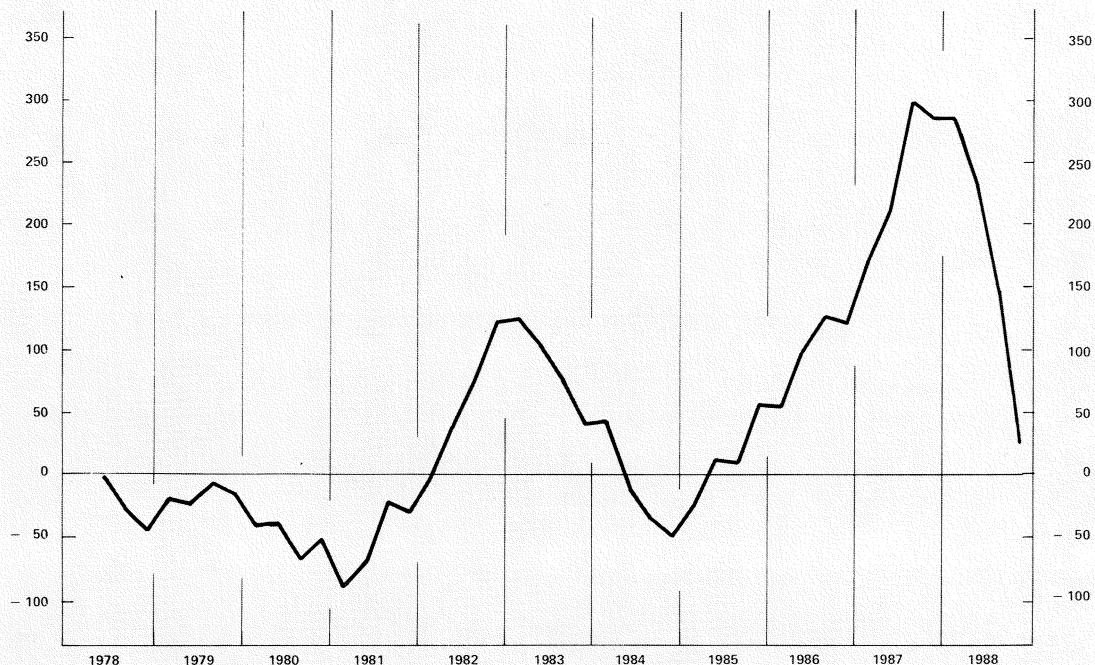
La recuperación de la actividad económica iniciada en 1985 produjo un intenso crecimiento del empleo no agrícola que indujo a la reincorporación al mercado de trabajo de personas que habían pasado los años anteriores en situación de inactivos; el pu-

jante crecimiento de la tasa de actividad no ha sido, sin embargo, homogéneo, afectando de forma desigual a hombres y mujeres.

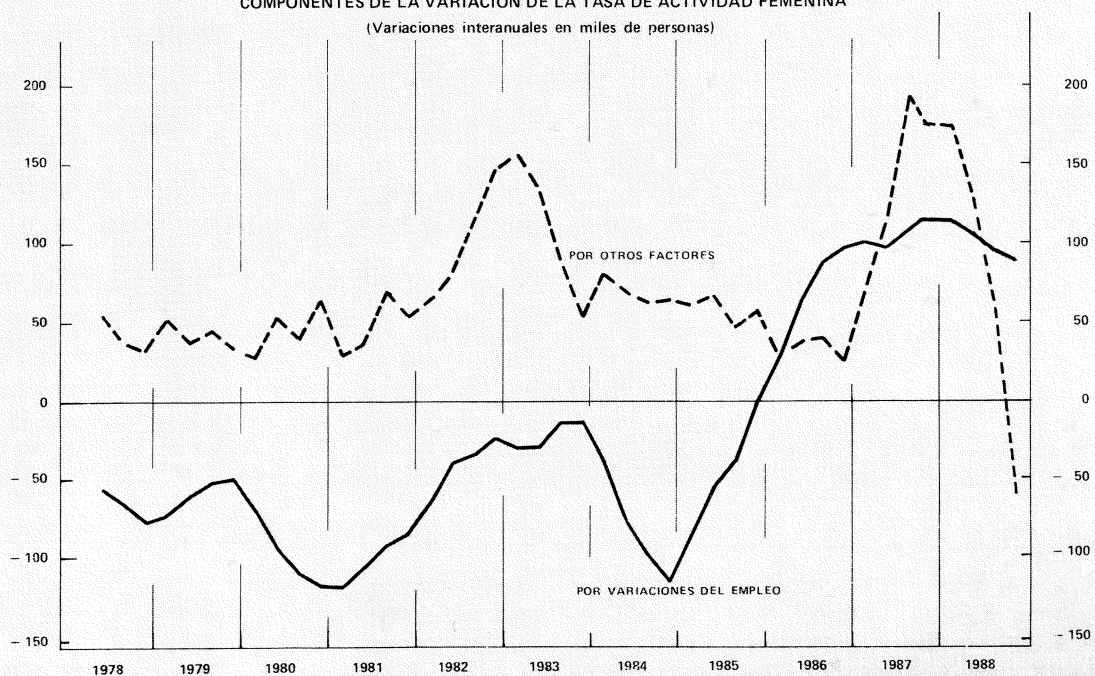
Los movimientos en la tasa de actividad de las mu-

COMPONENTES DE LA OFERTA DE TRABAJO: POR VARIACIONES DE LA TASA DE ACTIVIDAD FEMENINA
(Variaciones interanuales en miles de personas)

Gráfico II-7



COMPONENTES DE LA VARIACION DE LA TASA DE ACTIVIDAD FEMENINA
(Variaciones interanuales en miles de personas)



Fuente: INE, EPA y elaboración propia.

jeros (gráfico II-7, parte superior) son el principal determinante de las variaciones en la tasa de actividad global —los perfiles de las dos curvas son muy similares— mientras que la tasa de actividad de los hombres presenta una tendencia decreciente a lo largo de todo el periodo. El importante crecimiento de la tasa de actividad a partir de 1985 se explica, básicamente, por la masiva incorporación de mujeres al mercado de trabajo; que, si bien obedece a razones de tipo histórico —la tasa de actividad de las mujeres es muy inferior a la de los países de nuestro entorno— o sociológicas —rápida elevación del nivel educacional de las mujeres— se produce con particular intensidad en una situación de alto ritmo de creación de empleo.

El gráfico II-7 permite estimar esta relación. En la parte inferior del gráfico se presenta una desagregación de las variaciones de la tasa de actividad femenina, aislando la parte de estas variaciones que viene explicada por los cambios registrados en el nivel de empleo total de la economía de los producidos por otros factores. La recuperación del empleo a partir del año 1985 es un factor especialmente importante en la interpretación de lo ocurrido con la tasa de actividad femenina desde esa fecha, y aunque en el segundo semestre de 1987 y, particularmente, en el último trimestre de 1988, las variaciones en la tasa de actividad femenina aparecen dominadas por otras causas distintas al empleo, durante los tres últimos años vienen explicadas, en un 50 %, por las variaciones en la ocupación. En 1988, el empleo explica el 52 % de los cambios registrados en la tasa de actividad femenina. La violenta caída de la actividad de las mujeres a finales del pasado año supone una discontinuidad en la evolución de esta variable que podría reflejar, como se señaló antes, la existencia de un problema estadístico.

3.2.3. La evolución del paro

Como consecuencia de la evolución de la población activa que se ha descrito más arriba, 1988 fue el primer año del actual periodo de recuperación del empleo que está viviendo la economía española en el que se redujo el paro de forma significativa. En el cuarto trimestre de 1988, el desempleo afectaba a 2.701.000 personas, el 18,5 % de la población activa, lo que suponía 219.000 parados menos que en el mismo periodo del año anterior.

El paro tiene un fuerte componente juvenil, como lo refleja el hecho de que el 45,0 % del volumen de desempleo esté formado por personas menores de 25 años. Este elevado componente juvenil del desem-

pleo y el hecho de que la población adulta tenga una tasa de paro más reducida que la de la media de la población —en el cuarto trimestre de 1988, la tasa de paro de los mayores de 25 años era el 13 %, frente al 37,7 % de los jóvenes y el 18,5 % para la media de la economía— han sido los factores que explican por qué se ha atenuado la gravedad social inmediata de un nivel de paro tan elevado. En 1988, este componente juvenil se redujo, debido a la particular incidencia de la contratación temporal sobre estas capas de la población, que ha hecho que su nivel de empleo aumente y el de paro se reduzca más intensamente que el de los adultos. Como consecuencia, las tres cuartas partes del descenso del paro total durante el año se sitúan en los jóvenes menores de 25 años, lo que se ha traducido en una reducción de su tasa de desempleo desde el 41,9 %, a finales de 1987, al 37,7 %, en el cuarto trimestre de 1988, y ha hecho que el peso de los jóvenes en el paro total disminuya en más de dos puntos.

La distribución de los parados por su situación familiar refleja, también, estos fenómenos. De los 2.701.000 parados que había a finales de 1988, solamente 560.000, esto es, el 20,7 % eran cabezas de familia y su tasa de paro era el 8,3 %. De ellos, solamente 147.000 no contaban con ningún ingreso, ni de ellos ni de otros miembros de su hogar. Un año antes, los cabezas de familia suponían el 21,6 % del desempleo total, tenían una tasa de paro del 9,3 % y los que no recibían ningún ingreso se elevaban a 163.000

Como consecuencia de las mejores condiciones para encontrar un puesto de trabajo y del crecimiento registrado en los contratos temporales, durante 1988, se detuvo la tendencia que se venía registrando en los últimos años a un crecimiento del paro de larga duración. En el cuarto trimestre del año pasado, había 1.626.000 parados que llevaban más de un año buscando un puesto de trabajo sin conseguirlo, lo que supone el 60,2 % del total de parados, frente al 61,3 % en 1987. Sin embargo, este problema continúa siendo muy grave, sobre todo en las capas jóvenes de la población, pues, a finales de 1988, el 61,8 % del paro de larga duración (1.006.000 personas) estaba formado por personas menores de 29 años.

4. PRECIOS Y COSTES

Los precios de la demanda final registraron, en 1988, un crecimiento medio del 4,8 %, similar al alcanzado en 1987. Los resultados por componentes

de la demanda estuvieron, también, en línea con los del año precedente (véase el cuadro II-21). En este sentido, 1988 significó una pausa —y, probablemente, un punto de inflexión— en el proceso de desaceleración de los precios que se venía registrando en la economía española desde finales de la pasada década, dando paso a una evolución de los precios más incierta y preocupante en el próximo futuro.

El índice de precios de consumo (IPC), principal indicador de los precios finales de consumo, registró un aumento medio del 4,8 % en 1988, frente al 5,2 % registrado en 1987. Sin embargo, el crecimiento acumulado a lo largo del año pasado alcanzó el 5,8 % superior al 4,6 % acumulado a lo largo de 1987, como consecuencia de la progresiva aceleración del índice en el transcurso del año y, particularmente, en su segunda parte. El crecimiento acumulado del IPC en 1988 superó en 8 décimas el objetivo oficial de inflación, cifrado inicialmente en un 3 % y revisado después del verano hasta el 5 %.

Durante los cinco primeros meses de 1988, el buen comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados permitió que el índice general registrase unos resultados moderados, con un aumento acumulado de 1,7 puntos en ese período, a pesar de que, en conjunto, los restantes componentes del índice ya habían iniciado un movimiento de aceleración. Sin embargo, las fuertes elevaciones de los precios de los alimentos, elaborados y sin elaborar, a partir del mes de julio, provocaron una rápida escalada del índice general y el resultado final del 5,8 % de incre-

mento acumulado en el año. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados experimentaron un incremento acumulado del 7 % a pesar de que, en los primeros meses, habían descendido cuatro puntos (véase el gráfico II-8). Las importaciones de choque de los últimos meses del año se mostraron ineficaces para soslayar las consecuencias alcistas de un año agrícola mediocre combinado con una fuerte presión de la demanda.

Los precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos, que incluyen todos los componentes del IPC salvo el energético y el de alimentos no elaborados, se aceleraron a lo largo de 1988, en un movimiento que puede considerarse representativo de la tendencia general de los precios durante el pasado año (véase gráfico II-9). No obstante, el comportamiento de estos precios no fue uniforme. Manteniendo unas tendencias ya observadas en 1987, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron a lo largo de 1988, alcanzando un crecimiento acumulado del 4,4 %, mientras que los precios de los servicios elevaban su tasa de variación hasta un 7,6 % en el mismo período. Las menores presiones de costes registradas por los sectores industriales y la necesidad de hacer frente a la competencia de los productos importados, cuyos precios se comportaron muy moderadamente, explican la evolución de los precios de los productos industriales. El crecimiento de los precios al por mayor de estos productos (véase el cuadro II-23) fue, incluso, más moderado que el de sus precios finales lo que indi-

DEFLACTORES DE LA DEMANDA Y DEL PRODUCTO (a)

CUADRO II-21

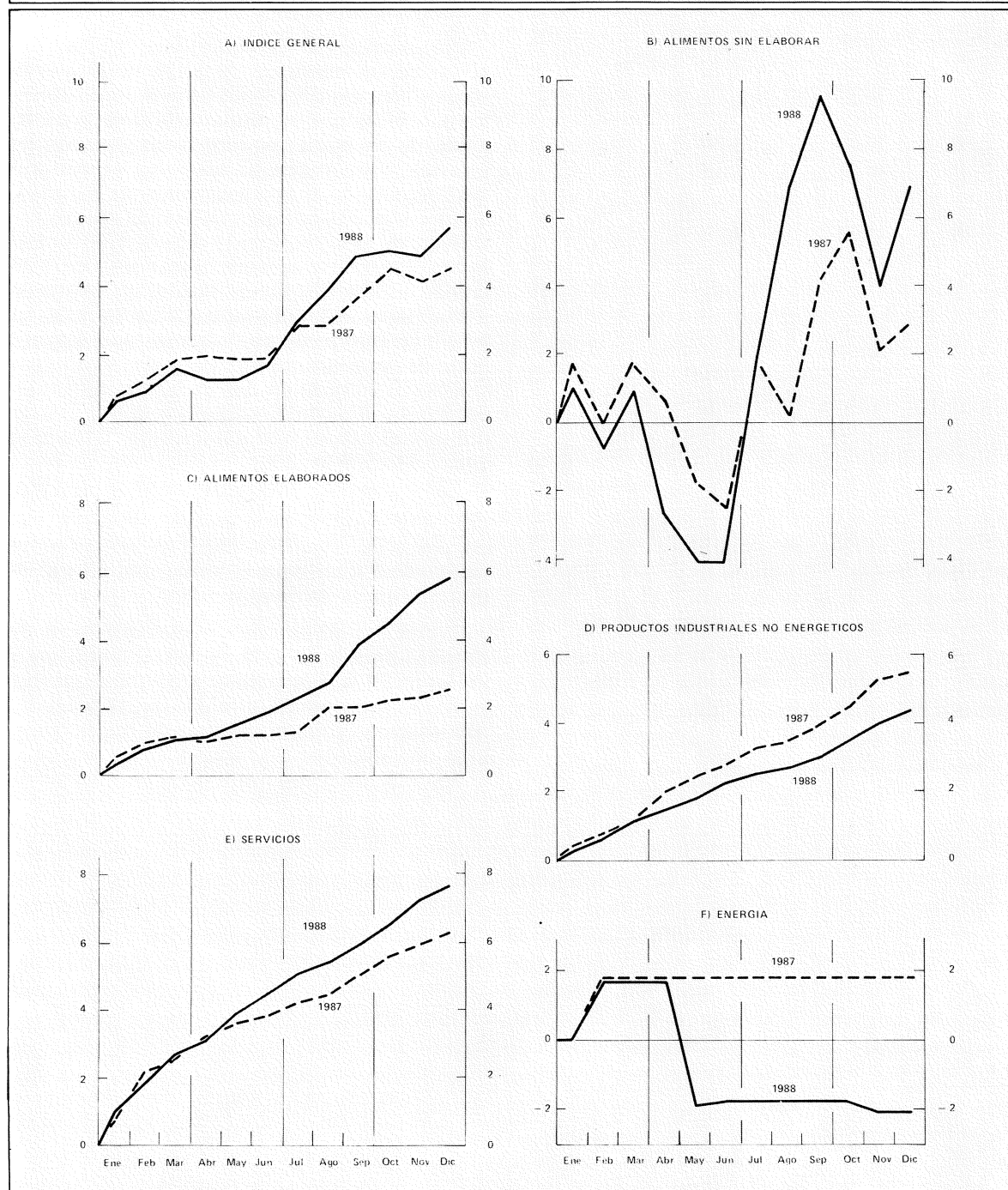
Tasas de variación

	1985	1986	1987	1988
Consumo privado	8,2	8,7	5,4	5,1
Consumo público	8,2	8,2	5,8	5,4
Formación bruta de capital fijo	7,6	5,5	5,2	5,4
Construcción	8,0	6,0	6,2	7,0
Bienes de equipo	6,7	5,2	3,6	3,0
Demanda Nacional	8,1	7,8	5,2	5,2
Exportaciones	6,7	-1,9	2,5	2,8
Demanda final	7,8	6,0	4,8	4,8
Importaciones	3,8	-16,3	0,2	-1,2
PIB a pm	8,6	10,9	6,0	6,1

Fuente: INE y BE.

(a) Tasas de variación de los deflatores implícitos en pesetas de 1980 para el período 1985-1987. Para 1988, base año anterior.

PRECIOS DE CONSUMO (a)

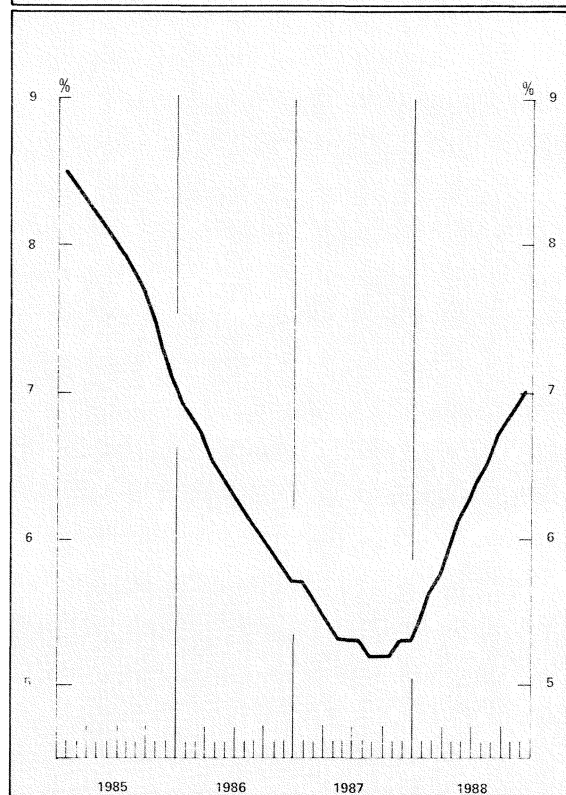


Fuente: INE

Las Tasas acumuladas son de diciembre anterior.

Gráfico II-9

TENDENCIA DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS Y BIENES ELABORADOS NO ENERGÉTICOS (a)



(a). Medida por la tasa T_{12}^{12} centrada calculada con datos hasta marzo de 1989 y predicciones para los ocho meses siguientes.
Fuente: BE

ca, dada la ausencia de grandes cambios impositivos, que parte del aumento de estos últimos es atribuible a un encarecimiento del proceso de comercialización, actividad que es, en sí misma, un servicio.

Una excepción al comportamiento, generalmente bueno, de los precios de los bienes industriales de consumo la constituyeron los precios de los alimentos elaborados que, en respuesta al fuerte encarecimiento de sus inputs más importantes, los productos agrícolas no elaborados, se aceleraron en relación a 1987, registrando un tirón particularmente importante en los cuatro últimos meses del año. El mal comportamiento de estos precios a lo largo de 1988 contrasta con su favorable evolución hasta finales de 1987, cuando su tasa de inflación alcanzó un mínimo del 2,5 %. Por su parte, los precios de los servicios, sujetos a mayores presiones de costes, tanto laborales como de consumos intermedios, y con unos mercados menos competitivos que los bienes industriales, continuaron la senda de aceleración que ya caracterizó su evolución en 1987 y su crecimiento medio se acercó a la cota del 7 %.

Hay que reseñar, por último, el descenso de los precios de consumo de la energía, debido a la baja del precio de la gasolina decretada en el mes de mayo ante la fuerte caída experimentada por los precios de importación de esos bienes.

En conjunto, el incremento medio del deflactor del consumo privado, en 1988, ha sido estimado por el INE en un 5,1 %, algo superior al del IPC puesto que la rápida obsolescencia de este índice, tanto por sus ponderaciones como por la cesta de bienes que incluye, infravalora, en alguna medida, sus resultados. El descenso de la tasa media del incremento del de-

CUADRO II-22

INDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (a)

Tasas de variación

	General (100,00 %)	Alimenticio (33,02 %)	No alimenticio (66,98 %)	Servicios y bienes elab. no energet. (77,54 %)
1985 ø (a)	8,8	9,5	8,4	8,8
1986 ø	8,8	10,6	7,9	9,8
1987 ø	5,2	5,0	5,4	5,8
1988 ø	4,8	3,7	5,4	5,4
Diciembre 85/Diciembre 84 (a)	8,2	9,2	7,6	8,4
Diciembre 86/Diciembre 85	8,3	10,6	7,1	9,0
Diciembre 87/Diciembre 86	4,6	2,7	5,6	5,1
Diciembre 88/Diciembre 87	5,8	6,4	5,5	6,1

Fuente: INE, BE.

(a) Índice oficial. Hasta julio de 1985 se mantienen los incrementos relativos del índice base 1976, desde agosto se toman los del índice base 1983.

PRECIOS AGRICOLAS E INDUSTRIALES

CUADRO II-23

Tasas de variación

	Indice de precios industriales				Indice de precios percibidos por los agricultores
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	
1985 ø	8,0	7,7	8,3	8,0	4,2
1986 ø	0,9	5,1	6,2	-3,1	7,9
1987 ø	0,8	3,9	5,0	-2,5	-2,0
1988 ø	3,0	3,3	4,7	2,2	2,6
Diciembre 85/Diciembre 84	6,7	7,0	8,5	6,1	10,7
Diciembre 86/Diciembre 85	-1,1	4,5	5,1	-6,4	7,1
Diciembre 87/Diciembre 86	2,4	2,8	4,9	1,5	-5,7
Diciembre 88/Diciembre 87	3,4	3,6	4,2	3,1	10,8

Fuente: INE, Ministerio de Agricultura y BE.

flactor del consumo hasta el 5,1 %, frente al 5,4 % registrado en 1987, oculta la gravedad de las tendencias experimentadas por los precios de consumo en 1988. En efecto, la aceleración de estos precios a lo largo del año y, especialmente, en los últimos meses, ha afectado negativamente a las expectativas de inflación de los distintos agentes, y estas se han traducido en fuertes presiones salariales, detectables ya en 1988 y presentes también en 1989.

El deflactor del consumo público creció un 5,4 % en 1988. Esta tasa, que refleja directamente el coste de producción de los servicios públicos, es el resultado de un crecimiento relativamente elevado del coste laboral en este sector y de un aumento moderado de los precios de los bienes y servicios adquiridos como consumos intermedios, que tiene un componente alto de productos importados.

El deflactor de la formación bruta de capital fijo aumentó, también, un 5,4 % en 1988, en línea con los incrementos registrados por otros componentes de la demanda nacional. No obstante, esta tasa encierra comportamientos muy diferentes de los precios de la inversión en construcción y de los bienes de equipo. Empezando por estos últimos, su moderado incremento, en 1988, se explica principalmente por el efecto beneficioso ejercido por las importaciones de estos bienes. Según el índice de precios industriales, los precios de los bienes de equipo de producción nacional se elevaron un 4,7 % durante el pasado año, tasa que puede considerarse bastante cercana a la experimentada por los correspondientes precios fina-

les. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que alrededor de un 35 % de la inversión en bienes de equipo se desvía hacia productos importados y que los precios de estos últimos, en pesetas, debieron caer en torno al 1 %. En conjunto, el deflactor estimado para este componente del gasto es de 3 %. Por lo que se refiere al deflactor de la inversión en construcción, su elevada tasa de variación refleja la fuerte pujanza de la demanda del sector. Esta pujanza permitió que, tanto constructores como promotores inmobiliarios —cuya actividad se considera incorporada al valor del propio inmueble y, por tanto, a la inversión realizada en él—, elevaran sus precios finales, ampliando fuertemente sus márgenes de explotación. Esta ampliación de márgenes es independiente de la evolución del precio de los terrenos, cuyo valor no está incluido dentro de la inversión en construcción. Debe tenerse en cuenta que, al igual que sucedía con los precios finales de los bienes de consumo, los precios de la inversión en construcción, y los precios finales de la vivienda en particular, tienen especial trascendencia al incidir muy directamente en la formación de expectativas inflacionistas.

En conjunto, el deflactor de la demanda nacional, en 1988, registró un aumento del 5,2 %, idéntico al estimado para 1987. Los precios de las exportaciones, por su parte, volvieron a crecer a una tasa bastante inferior, moderando el alza de precios de la demanda final. La fijación de nuestros precios de exportación viene determinada, en buena medida, por las condiciones de los mercados exteriores donde, en gene-

ral, los exportadores españoles no pueden imponer sus precios. Si al carácter precio-aceptante de nuestras empresas exportadoras se une una apreciación de la peseta y un comportamiento muy moderado de los precios en los mercados exteriores, como sucedió en 1988, se explica que los precios de exportación se elevaran, tan solo, un 2,8 %. De hecho, esta elevación supone ya que los precios de los productos españoles en el exterior fueron algo superiores a los registrados, en general, en esos mercados.

Se ha aludido, en diversas ocasiones, al efecto benéfico ejercido por los precios de importación sobre los precios finales en 1988. Este efecto moderador se canaliza por dos vías: la competencia directa en los mercados de productos finales, ya sean bienes de consumo o bienes de equipo, y el abaratamiento de los consumos intermedios en la producción. El descenso de los precios de importación, en 1988, significa que, por cuarto año consecutivo, estos precios ejercieron un efecto moderador decisivo sobre la tasa española de inflación. Diversos factores explican este comportamiento: los incrementos de precios de productos no energéticos en los mercados exteriores, inferiores a los españoles, la apreciación de la peseta —un 3 % en relación a los países desarrollados— y el descenso del -16,8 %, en pesetas, de los precios de importación de la energía.

La inflación de origen interior, medida por el deflactor del PIB, se situó en niveles muy superiores a la inflación importada. En efecto, el deflactor del PIB creció, en 1988, un 6,1 %, tasa similar a la alcanzada en 1987. Como ya se señaló en la introducción, esta evolución del deflactor del PIB fue el resultado de una presión contenida de los costes salariales y de un in-

cremento importante del excedente bruto de explotación. Este incremento fue posible gracias a una fuerte presión de la demanda final combinada, en muchos casos, con un funcionamiento poco competitivo de los mercados.

La incidencia de los costes laborales en el deflactor del valor añadido, en 1988, resultó relativamente moderada —véase cuadro II-3—. Desde comienzos del año, empezaron a surgir fuertes presiones salariales, pero su impacto sobre los costes fue suavizado por la existencia de convenios plurianuales, con efectos en 1988 pero firmados con anterioridad, que incorporaban incrementos salariales inferiores y que afectaban a un elevado número de trabajadores. De hecho, aunque el resultado final de la negociación colectiva fue un incremento medio pactado del 5,3 %, inferior al 6,5 % registrado en 1987 (véase el cuadro II-24), los convenios firmados en 1988 incorporaron aumentos cercanos al 6 %. La existencia de convenios plurianuales quebró la cadena de transmisión entre la formación de expectativas inflacionistas, comentada en relación con los precios de las viviendas y los precios de consumo, y la fijación de salarios. Los efectos de la recomposición de esta cadena, se están dejando sentir ya en 1989. El crecimiento del coste laboral por persona en 1988 ha sido estimado en el 6,8 %. Esta tasa incluye, en primer lugar, un deslizamiento en torno a un punto porcentual sobre el salario de convenio, que no es excesivo si se tiene en cuenta que los resultados de la aportación de la cláusula de salvaguarda por el desbordamiento del objetivo de inflación en 1988 deben ser incluidos en esta estimación. En segundo lugar, se incluye la repercusión, estimada en torno a medio punto porcentual, de

INDICADORES SALARIALES					
Tasas de variación					
	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios (a)	Jornales Agrícolas	Coste salarial en la construcción
1985 ø	10,0	9,6	7,4	9,2	7,4
1986 ø	10,9	11,4	8,2	8,0	9,4
1987 ø	7,5	7,1	6,5	7,4	7,2
1988 ø	6,4	6,0	5,3	6,2	7,0
1988 (b) I TR	4,8	6,4	5,2	6,5	7,5
II TR	5,2	7,0	5,8	5,9	6,9
III TR	7,8	5,3	5,8	5,9	6,8
IV TR	7,7	5,4	5,9	6,4	6,8

Fuente: INE, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Ministerio de Agricultura y SEOPAN.

(a) Media ponderada de los incrementos salariales pactados en cada período (año, trimestre). Ponderación según el número de trabajadores afectados.

(b) Las tasas de variación trimestrales están calculadas sobre el mismo trimestre del año anterior.

un fenómeno concreto: las elevadas dotaciones para fondos de pensiones que han debido realizar las instituciones financieras, mencionadas ya en el epígrafe anterior. Según la Encuesta de Salarios, la ganancia por persona y mes aumentó un 6,4 % en 1988, cifra coherente con la estimación aquí realizada para el coste laboral, puesto que la cifra de la encuesta no recoge el segundo de los factores comentados.

Junto al comportamiento descrito del coste laboral por persona, el avance de la productividad, medida, en este caso, en términos de valor añadido real por asalariado, permitió que el coste unitario del trabajo relevante para el cálculo del deflactor del PIB creciese en 1988 menos que en 1987 y que su contribución al aumento de ese deflactor fuese, en consecuencia, menor (véase el cuadro II-3 del primer epígrafe).

Por otro lado, el impacto deflacionista sobre los precios del valor añadido de los impuestos ligados a la producción y a la importación netos de subvenciones, que aumentaron únicamente un 4,7 %, refleja el fuerte crecimiento de estas últimas. El incremento significativo de las subvenciones no fue generalizado, sino que revertió fundamentalmente en cuatro sectores: agricultura, minería, transporte y educación. En cuanto a los impuestos, que se elevaron un 11,1 %, solo cabe individualizar el mayor incremento de los impuestos ligados a las actividades relacionadas con el petróleo, como consecuencia del descenso de los precios del crudo. Cabe pensar que el efecto del juego de impuestos y subvenciones en el resto de los sectores debió de ser relativamente neutro.

5. ADMINISTRACIONES PUBLICAS

Las Administraciones Públicas redujeron, en 1988, su necesidad de financiación como porcentaje del PIB en 0,6 puntos resultantes de una disminución de la presión fiscal de 0,3 puntos, de una reducción de las transferencias netas de 0,8 puntos y de un descenso de su demanda final de 0,1 puntos. Todo ello indica una cierta moderación en la ejecución de la política fiscal durante 1988, en relación con los años anteriores, apoyada, además, en cambios de su composición que, aún siendo todavía insuficientes y requiriendo un plazo más amplio para su consolidación, apuntan hacia una estructura de ingresos y gastos más eficaz para promover el crecimiento económico sostenido, y de mayor capacidad redistributiva.

Entre los componentes de la presión fiscal, perdieron peso las cotizaciones sociales (3 décimas), favo-

reciendo la contención de los costes laborales, y los impuestos que gravan la producción y la importación (2 décimas) facilitando la desaceleración de los precios finales, mientras que ganaron importancia los impuestos que gravan la renta de las personas físicas (2 décimas), aumentando la capacidad redistributiva del sistema tributario. Entre las transferencias netas, perdieron peso la carga de intereses (3 décimas), el conjunto de las subvenciones de explotación y transferencias de capital (2 décimas) y las prestaciones sociales (2 décimas), cambios cuya valoración requiere un examen más detallado que se hará después. Por último, en la demanda final aumentó la parte destinada a inversión pública (1 décima) y disminuyó la participación del consumo público (2 décimas).

El gráfico II-10 muestra la evolución tendencial que han experimentado, durante los pasados veinticinco años, las principales magnitudes agregadas de la política fiscal, en porcentajes del PIB a precios de mercado. En este gráfico pueden distinguirse tres etapas bien diferenciadas. Entre los años 1964 y 1974, la presión fiscal aumenta 3 puntos, las transferencias netas 2 puntos y la demanda final 1 punto, se mantiene el equilibrio presupuestario y la economía crece a tasas muy elevadas. Durante los siguientes once años de crisis económica, con bajas tasas de crecimiento del PIB y especialmente de la inversión privada, el sector público aumenta sostenidamente su peso en la actividad económica, desarrollando una política de redistribución de recursos a favor del consumo presente y a costa del consumo futuro. La presión fiscal se eleva 11 puntos, que son insuficientes para financiar el crecimiento de las transferencias netas (12 puntos) y la demanda final (6 puntos), por lo que el déficit público alcanza, en 1985, un 7 % del PIB. Desde entonces, la recuperación de la economía española ha permitido un crecimiento de dos puntos de la presión fiscal y un descenso de las transferencias netas de dos puntos, lo que se ha traducido en una disminución del déficit público hasta el 3 % del PIB, mientras se mantenía el nivel de la demanda final de las Administraciones Públicas.

Para analizar los cambios recientes en los ingresos y gastos públicos, se presentan, en el gráfico II-11, la evolución, en porcentajes del PIB, desde 1980, de las rúbricas más significativas de las cuentas públicas, y en el cuadro II-25, el detalle de estas cuentas estimadas para los tres años pasados.

El peso de las cotizaciones sociales en el PIB creció hasta llegar al 13,8 % en 1983 y ha decrecido en los últimos cinco años, fuertemente en 1984 (0,4 puntos porcentuales), y más lentamente en los años posteriores. La evolución de las cotizaciones sociales

efectivas depende del número de cotizaciones, de las bases y los tipos de cotización, y de las bonificaciones existentes para promover la creación de empleo. Durante los pasados cuatro años, el decrecimiento del peso de las cotizaciones sociales efectivas se explica por el mantenimiento de los tipos y el ajuste de los topes mínimos y máximos de cotización siguiendo la inflación prevista cada año para el índice de precios al consumo, varios puntos por debajo del crecimiento del deflactor del PIB. El tipo de cotización agregado ha permanecido constante en el 36,6 %

desde 1985 hasta 1988. Las bases de cotización crecieron un 5 % en 1987, mientras que en 1988 crecieron entre un 3,0 % y un 4,5 % los topes mínimos, y un 3,0 % los topes máximos. Por otra parte, el número total de cotizantes al Sistema de Seguridad Social ha crecido algo más que el empleo total de la economía (un 3,1 % en 1988), y el número de contratos con incentivo económico se ha multiplicado por diez en los últimos cinco años, pasando de representar el 23,9 % de todos los contratos celebrados en 1983, al 42,0 % de los realizados en 1988. Para el presente

ADMINISTRACIONES PUBLICAS: INGRESOS Y GASTOS NO FINANCIEROS

CUADRO II-25

m.m. y %

	m.m.			Tasas de variación			Porcentajes del PIB		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
INGRESOS CORRIENTES	11.383,9	13.304,7	14.688,8	16,4	16,9	10,4	35,6	37,3	36,8
Excedente bruto de explotación	194,5	212,6	240,0	15,2	9,3	12,9	0,6	0,6	0,6
Imp. lig. a la prod. y la import.	3.411,6	3.675,4	4.002,8	27,0	7,7	8,9	10,7	10,3	10,0
Imp. corr. sobre renta y patrim.	2.638,0	3.661,0	4.163,8	10,9	38,8	13,7	8,3	10,3	10,4
Cotizaciones sociales	4.142,2	4.624,2	5.048,8	13,2	11,6	9,2	13,0	13,0	12,7
Int., dividendos y otras rentas	332,4	286,0	306,0	2,4	-14,0	7,0	1,0	0,8	0,8
Transferencias corr. diversas (a)	665,2	845,5	927,4	17,9	27,1	9,7	2,1	2,4	2,3
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7.067,9	7.647,3	8.324,0	12,8	8,2	8,8	22,1	21,4	20,9
Prestaciones sociales	4.655,4	5.142,1	5.647,2	12,2	10,5	9,8	14,6	14,4	14,2
Intereses efectivos	1.201,9	1.289,7	1.306,0	33,5	7,3	1,3	3,8	3,6	3,3
Subvenciones de explotación	663,8	606,0	728,3	-10,1	-8,7	20,2	2,1	1,7	1,8
Transferencias corr. diversas (a)	546,8	609,5	642,5	14,9	11,5	5,4	1,7	1,7	1,6
RENTA DISPONIBLE BRUTA	4.316,0	5.657,4	6.364,8	22,7	31,1	12,5	13,5	15,8	15,9
CONSUMO PUBLICO	4.470,0	5.141,7	5.668,7	14,4	15,0	10,2	14,0	14,4	14,2
Remuneración de asalariados	3.339,0	3.719,4	4.160,9	12,2	11,4	11,9	10,5	10,4	10,4
Compras netas	936,5	1.209,7	1.267,8	22,8	29,3	4,8	2,9	3,4	3,2
Consumo de capital fijo	194,5	212,6	240,0	15,2	9,3	12,9	0,6	0,6	0,6
INVERSION PUBLICA (b)	1.179,3	1.267,6	1.471,5	12,9	7,5	16,1	3,7	3,6	3,7
INGRESOS DE CAPITAL	148,2	171,8	287,4	25,5	15,9	67,3	0,5	0,5	0,7
Impuestos sobre el capital	60,5	69,2	110,9	3,6	14,4	60,3	0,2	0,2	0,3
Transferencias de capital	87,7	102,6	176,5	46,9	17,0	72,0	0,3	0,3	0,4
TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	754,4	720,7	718,1	17,7	-4,5	-0,4	2,4	2,0	1,8
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION	-1.939,5	-1.300,8	-1.206,1	-0,9	-32,9	-7,3	-6,1	-3,6	-3,0
PRO MEMORIA:									
Impuestos y cotizaciones	10.252,3	12.029,8	13.326,3	16,7	17,3	10,8	32,1	33,7	33,4
Gastos totales	13.471,6	14.777,3	16.182,3	13,6	9,7	9,5	42,2	41,4	40,5
Ahorro bruto	-154,0	515,7	696,1	-60,4	—	35,0	-0,5	1,4	1,7
Déficit sin intereses pagados	-737,6	-11,1	99,9	-30,2	-98,5	—	-2,3	—	0,3

Fuente: 1986, INE; 1987 y 1988, estimación del Banco de España con información de la Intervención General de la Administración del Estado.

(a) Incluye Cooperación internacional corriente.

(b) Formación bruta de capital más adquisición neta de terrenos.

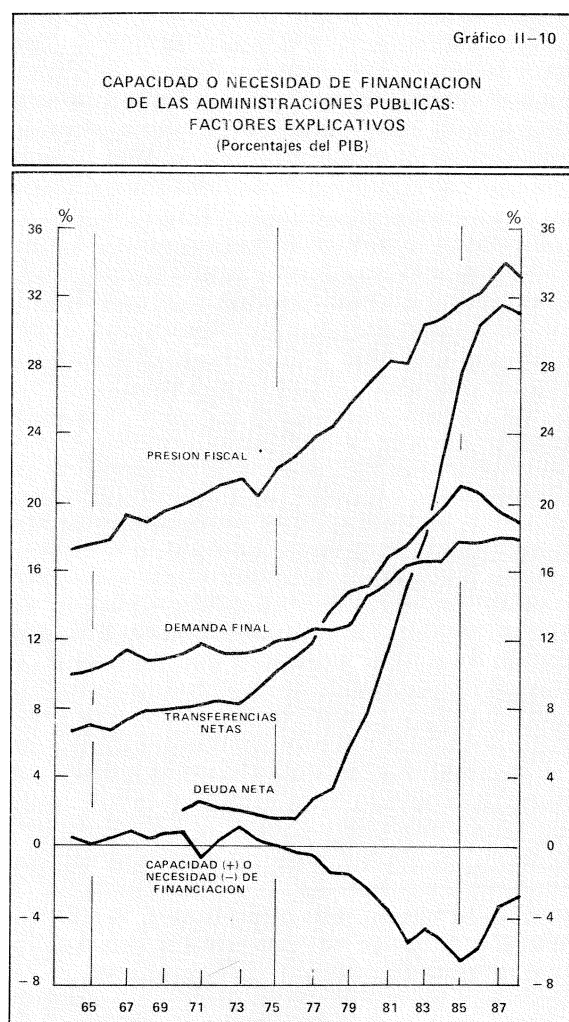
año se ha introducido una ligera modificación en las categorías que sirven de referencia para fijar las bases de cotización, unificando los topes de algunas de ellas, y se ha reducido en un 0,3 % el tipo de cotización. Aunque con estas medidas no se ha pretendido aumentar la recaudación de cuotas, los datos disponibles de los dos primeros meses de este año parecen indicar que la recaudación crecerá en 1989 varios puntos más que en 1988.

Los impuestos ligados a la producción y a la importación experimentaron, en 1986, un cambio significativo de su tendencia en porcentaje del PIB. Entre 1980 y 1985, el aumento medio de su peso en el PIB fue de 0,6 puntos porcentuales por año, pasando del 6,6 % en 1980 al 9,6 % en 1985. De estos tres pun-

tos de aumento de la presión fiscal indirecta, 2,8 corresponden a los impuestos ligados a la producción y 0,2 a los ligados a la importación. En 1986, con la adhesión de España a la CEE, se lleva a cabo una amplia reestructuración del conjunto de la imposición indirecta, con la implantación del IVA, la modificación de los impuestos especiales y el programa gradual de reducción arancelaria. Junto a este cambio de la estructura tributaria, también se reflejan en la recaudación de los últimos años la bajada de los precios del petróleo, la recuperación de la actividad económica y la cesión a la CEE de una parte cada vez mayor de la cantidad total recaudada por estos impuestos en España.

Las influencias contrapuestas de todos estos factores ha dado lugar a que, en conjunto, la recaudación global de los impuestos ligados a la producción y a la importación haya aumentado su peso en el PIB un punto porcentual en los tres años últimos. En el año 1988, la recaudación interna supuso un 10,6 % del PIB, un 8,9 % de impuestos ligados a la producción (distribuido en un 8,5 % para las Administraciones Públicas nacionales y un 0,4 % para la CEE), y un 1,7 % de los ligados a la importación (de los cuales la CEE obtiene un 0,2 %). Si se tienen en cuenta estos impuestos transferidos a la CEE, los cuales no aparecen contabilizados en el cuadro II-25, ni incluidos en los gráficos II-10 y II-11 (porque según la metodología de las cuentas nacionales no se consideran impuestos percibidos por las Administraciones Públicas), resulta que la presión fiscal indirecta y la presión fiscal total han permanecido constantes en 1988 con respecto a 1987.

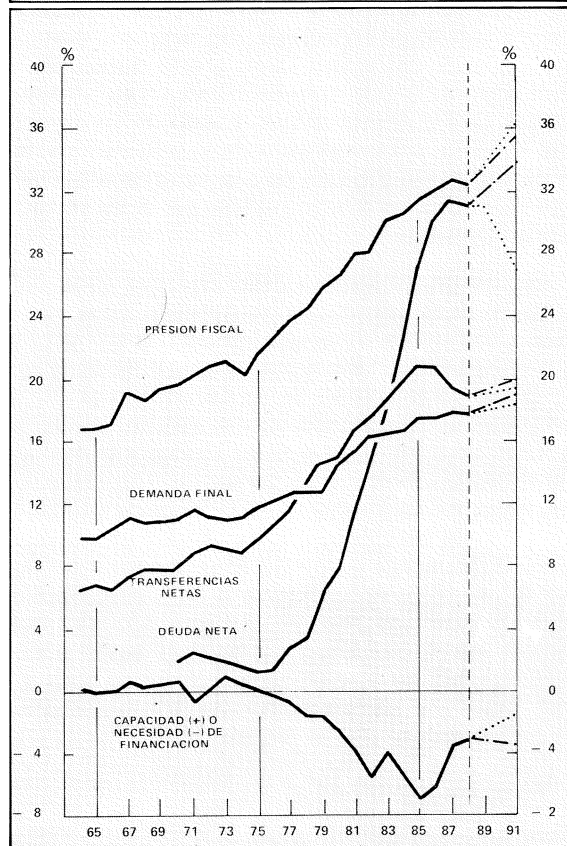
De la comparación entre los períodos 1980-1985 y 1985-1988, cabe concluir que la aportación de la presión fiscal indirecta al aumento anual medio de la presión fiscal total se ha reducido a la mitad (0,3) en el segundo período con respecto al primero (0,6), y que la aportación del conjunto de impuestos indirectos al crecimiento de los ingresos en porcentaje del PIB de las Administraciones Públicas nacionales se ha reducido a la cuarta parte (0,15 puntos porcentuales por año en 1985-1988, frente a 0,6 en el período 1980-1985). Sin embargo, estas transferencias de impuestos a la CEE no han contribuido a elevar el déficit público en España, porque han revertido a nuestro país como subvenciones de explotación, a través del FEOGA en el marco de la política agrícola comunitaria, y como transferencias de capital, a través del FEDER en el marco de la política de desarrollo de las regiones más pobres de la CEE, de manera que los flujos financieros con la CEE han sido ligeramente favorables para las Administraciones Públicas" español-



Fuente: INE y BE.

Gráfico II-11

CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACION
DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS:
FACTORES EXPLICATIVOS
(Porcentajes del PIB)



Fuente: INE y B E

las. Por tanto, desde el punto de vista de la política fiscal española, la cuestión fundamental estriba en la capacidad recaudatoria del sistema de imposición indirecta, que aún no puede considerarse estabilizado, por cuanto no ha concluido el proceso de armonización fiscal del IVA, de los impuestos especiales y de los aranceles.

Entre los impuestos ligados a la producción y a la importación la figura tributaria de mayor relevancia es el IVA, cuya recaudación creció un 13,1 % durante el pasado año, siendo mayor el aumento obtenido por el gravamen de los productos importados que el aportado por los productos interiores. Aunque de menor importancia cuantitativa, hay que destacar también el crecimiento de los ingresos procedentes del monopolio de petróleos (41,7 %), consecuencia de la

transmisión sólo parcial a precios interiores del abaratamiento del precio del petróleo, así como el mayor rendimiento de los impuestos de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (15,2 %), resultado del aumento de los contratos sobre bienes en general y de los realizados sobre inmuebles en particular. También hay que señalar el bajo ritmo de crecimiento de la recaudación por impuestos especiales (7,6 % para los recaudados por el Estado, con un comportamiento mucho más dinámico de los que recaen sobre alcoholes y cerveza, que el de los cargados sobre hidrocarburos y tabaco), y el mantenimiento de la recaudación por derechos arancelarios, a pesar de la reducción de aranceles correspondiente al tercer año de adhesión a la CEE.

El tercer grupo de impuestos con peso decisivo en la evolución de la presión fiscal total es el de los que gravan periódicamente la renta y el patrimonio, pues los impuestos sobre el capital, aunque van siendo cada año más significativos, no llegan a suponer más del 0,3 % del PIB en 1988. Para analizar la evolución tendencial de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio y entender su irregular evolución de los tres últimos años, conviene distinguir las mismas dos etapas que se han diferenciado en los impuestos ligados a la producción y a la importación, porque el comportamiento de ambos grupos de impuestos ha sido simétrico y complementario en los dos períodos. Entre los años 1980 y 1985, el peso de la imposición directa creció como porcentaje del PIB 1,6 puntos porcentuales, mientras que en los tres pasados años se ha elevado 1,8 puntos porcentuales, doblandose así su ritmo medio anual de avance durante los años de recuperación (0,6 puntos por año), con respecto a los años de menor crecimiento de la economía española (0,3 puntos por año).

Esta cifra media de 0,6 puntos porcentuales de aportación de la imposición directa al aumento de la presión fiscal total da una idea más ajustada de la elasticidad recaudatoria de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio en los tres años pasados que las cifras originales del cuadro II-25, las cuales muestran una caída de 0,3 puntos en 1986, un fuerte salto de 1,9 puntos en 1987 y un incremento de 0,2 puntos en 1988, porque en el año intermedio concurren diversas medidas administrativas que elevaron de manera extraordinaria la recaudación. La más destacable de estas medidas fue el Real Decreto 2535/1986 de 28 de noviembre por el que se reguló la liquidación mensual para los obligados a retener cuyo volumen de facturación en el año anterior hubiera superado los mil millones de pesetas, y se elevaron en un 11,1 % las retenciones del capital y

un 100 % los pagos fraccionados de actividades empresariales, profesionales y artísticas, así como las retenciones sobre los rendimientos de actividades profesionales. Los efectos recaudatorios de tal disposición fueron, de una parte, un ingreso excepcional de dos meses por retenciones efectuadas por las grandes empresas (por lo que en 1987 se contabilizan catorce meses de tales retenciones, mientras que en 1986 y 1988 sólo se apuntan doce), y de otra parte, un trasvase de recaudación del año 1988 a 1987, por la cuantía de los mayores pagos a cuenta que se realizaron en 1987. La estimación realizada por la Inspección General de la Secretaría de Hacienda para ambos efectos es de unos 289 m.m. de pesetas, de los cuales unos 107 m.m. corresponderían al adelanto de ingresos de 1988 a 1987. Si estos 107 m.m. se suman a la recaudación de 1988, y se restan los 289 m.m. extraordinarios de la recaudación de 1987, el crecimiento de la presión fiscal directa habría sido similar en ambos años.

Por lo que se refiere al IRPF, hay que tomar en consideración, además, que en 1988 se redujeron las retenciones de los rendimientos del trabajo para las retribuciones inferiores a dos millones de pesetas a partir del mes de febrero; que se elevó el límite de la obligación de declarar de los perceptores de rentas de trabajo dependiente desde 500.000 hasta 840.000 pesetas; y que la tarifa fue reducida en un 5 % con respecto a 1987. Estas dos últimas medidas explican, en parte, que el importe de las devoluciones efectuadas en 1988 se haya incrementado en un 57,7 %, frente a una caída del 7,2 % en 1987. Por otra parte, la recaudación del IRPF en 1988 se ha visto inflada por la asignación a las rentas personales de una mayor proporción de las retenciones sobre rendimientos del capital, en detrimento de la cantidad imputada al Impuesto de Sociedades, cuya cifra de derechos reconocidos sólo aumentó un 5,2 % en 1988. Si se emplean los criterios de imputación aplicados en 1988 para corregir las cifras de 1987, la recaudación total del IRPF habría crecido, en 1988, solamente un 8,6 % mientras que la mayor recaudación del Impuesto de Sociedades habría sido del 20,8 %.

Pasando ahora al análisis de los principales componentes del gasto público, y comenzando por la variable agregada de transferencias netas de las Administraciones Públicas —que recoge algunas rúbricas residuales de ingresos, con signo negativo— y que aparece en el gráfico II-10, se considerarán por separado las prestaciones sociales, las subvenciones de explotación y transferencias netas de capital y los intereses efectivos pagados. No se estudia con detalle la evolución de la variable residual que con la deno-

minación de otros ingresos netos se muestra en el gráfico II-11. El comportamiento de esta variable, compuesta de los intereses, dividendos y otras rentas recibidos, de los impuestos sobre el capital, y de las transferencias diversas y cooperación internacional corrientes netas, ha sido muy estable en porcentaje del PIB durante la presente década.

La evolución de las prestaciones sociales desde 1980 comprende dos etapas bien diferenciadas, que se corresponden con la situación de crisis de la economía española hasta 1985 y con la posterior recuperación experimentada durante el pasado trienio. El peso, en porcentaje del PIB, de las prestaciones avanzó sostenidamente desde el 12,7 %, en 1980, hasta el 14,9 %, en 1985. De estos 2,2 puntos porcentuales, 2,1 se deben a las prestaciones económicas y una décima a las sanitarias. Entre las prestaciones económicas, las pensiones de jubilación aumentaron 1,8 puntos, los gastos de atención al paro 0,7 puntos y el resto de prestaciones económicas disminuyeron en 0,4 puntos. En los tres últimos años, el peso de las prestaciones ha descendido hasta el 14,2 % del PIB en 1988, las prestaciones económicas han disminuido su peso 0,6 puntos y las sanitarias 0,1 puntos porcentuales del PIB. Entre las prestaciones económicas, las pensiones de jubilación han rebajado su peso en 0,2 puntos porcentuales, mientras que los gastos de desempleo se han mantenido estables en proporción al PIB. El resto de las prestaciones económicas, especialmente las pensiones de clases pasivas, las de incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional, y los pagos del Fondo de Garantía Salarial, han perdido peso en relación al PIB, explicando las otras cuatro décimas de ajuste.

No es posible valorar la amplitud ni la eficacia del sistema de protección social a través de estas cifras agregadas de prestaciones sociales, cuya evolución en proporción del PIB refleja, sobre todo, la mayor inercia del numerador que del denominador. Pero hay que notar que la caída marginal de las prestaciones sanitarias parece haberse producido mediante la sustitución de la asistencia sanitaria concertada con instituciones y especialistas del sector privado (conciertos que se imputan a prestaciones) por asistencia sanitaria con medios propios (que se contabiliza como consumo público). De otra parte, la disminución del peso de las pensiones de todo tipo en el PIB, a pesar de que han crecido por encima del IPC, se debe a un mayor ahorro a través de la redistribución interna de la estructura de las pensiones, con menores revalorizaciones anuales de las más altas, y de una mejor gestión de los gastos por incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional.

Durante el año 1988, las pensiones pagadas por el Sistema de Seguridad Social crecieron un 11,5 % y las prestaciones de desempleo un 11,2 %, frente a las tasas del 9,9 % y el 15,5 %, respectivamente, registradas en 1987. Para las prestaciones sanitarias, en cambio, se estima un crecimiento prácticamente nulo en 1988, resultado de la compensación de un fuerte aumento del gasto de farmacia y un descenso de los gastos por conciertos sanitarios con el sector privado. Para los próximos años es de prever un notable crecimiento de las prestaciones económicas, como consecuencia del aumento en número y cuantía de las pensiones asistenciales, de la equiparación de las pensiones mínimas al salario mínimo interprofesional y de los mayores gastos de cobertura del desempleo y promoción de empleo. Por su parte, la evolución de las prestaciones sanitarias vendrá condicionada por el crecimiento de los gastos de farmacia, que suponen más del 60 % del total, por la atención sanitaria prestada por las distintas Mutualidades de funcionarios, cuya importancia ha ido creciendo lenta pero sostenidamente desde 1980, y por la reestructuración de los conciertos sanitarios, asociada a la consolidación de la asistencia sanitaria administrada por las Comunidades Autónomas. Este desarrollo futuro del sistema español de protección social forma parte de la política económica planeada para los próximos años, pero su ritmo de ejecución no puede ser independiente de los avances esperados en la reasignación del gasto público, con un menor peso de las subvenciones y transferencias de capital y de la carga de intereses de la deuda, ni puede ser forzado a corto plazo sin arriesgar el éxito del conjunto de la política fiscal.

Las subvenciones de explotación y las transferencias netas de capital aumentaron rápidamente su peso en proporción del PIB en los años 1981 y 1982, con 0,3 y 0,8 puntos porcentuales de crecimiento, respectivamente; se mantuvieron estabilizadas en torno al 4,8 % del PIB hasta el año 1985, y han decrecido, desde entonces, hasta el 3,2 % del PIB en 1988. Es evidente que esta evolución hay que referirla al saneamiento gradual de las empresas durante todo este período, pero también debe tenerse en cuenta que la adhesión a la CEE ha tenido como consecuencia un descenso de las subvenciones agrícolas entregadas por las Administraciones Públicas españolas y un aumento de las transferencias de capital que reciben.

Las subvenciones de explotación han crecido destacadamente en 1988 (20,2 %), rompiendo la tendencia que habían manifestado desde 1984. Aunque sólo se conoce el detalle de las subvenciones del Estado,

que representan las dos terceras partes del total, se estima que la tasa de crecimiento de las concedidas por los otros agentes del sector ha sido similar. Por destino, las subvenciones de mayor cuantía se dirigen a RENFE (que recibió 194,6 m.m. en 1988 frente a 140,2 m.m. en 1987) a HUNOSA (62,5 m.m. en 1988 y 24,4 m.m. en 1987), y a los centros privados de enseñanza (160,8 m.m. en 1988 y 143,1 m.m. en 1987), incluyendo en ambos años las canalizadas a través de las Comunidades Autónomas con competencias plenas en educación.

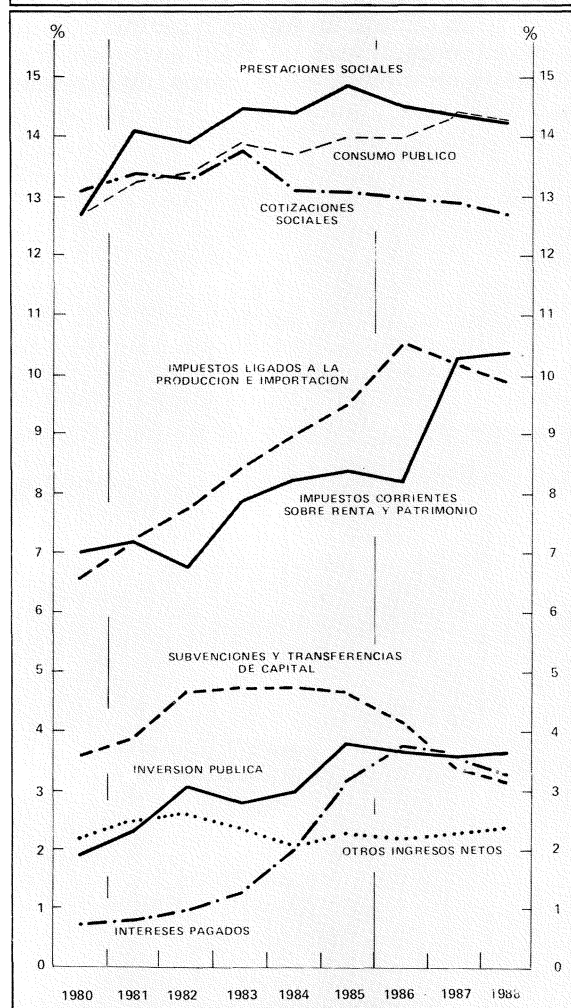
Por lo que se refiere a las transferencias de capital entregadas por las Administraciones Públicas, tan sólo se conoce el detalle de las del Estado, con un total de 525,8 m.m. en 1988 y 538,5 en 1987. Destaca la disminución de las destinadas al INI, tanto por amortización de las deudas asumidas a este organismo en el pasado (32,3 m.m., en 1988 frente a los 146,7 m.m. de 1987), como por las dedicadas a capitalizar sus empresas (60,0 m.m. en 1988 y 90,0 m.m. en 1987). Del resto de transferencias de capital concedidas a empresas públicas, las más cuantiosas son las de RENFE, que aumentaron de 51,3 m.m. en 1987 a 59,1 m.m. en 1988. De las transferencias de capital a empresas privadas, sobresalen las que apoyan la reconversión de sectores productivos, las cuales aumentaron desde 40,2 m.m. en 1987 hasta 81,9 m.m. en 1988, y las primas a la construcción naval, que fueron de 11,4 m.m. en 1987 y de 20,2 m.m. en 1988. Por último, debe resaltarse el rápido crecimiento de las transferencias de capital a familias para subsidiar los intereses de los préstamos para adquisición de viviendas, que pasaron de 23,2 m.m. en 1986 a 50,6 m.m. en 1987, y a 73,7 m.m. en 1988.

Existe todavía un cierto margen para la reducción del peso de las subvenciones de explotación y de las transferencias de capital en proporción al PIB, pero sobre todo en estas últimas el margen no parece ser demasiado amplio, en vista de las necesidades de financiación de los planes de inversión de las empresas y de los elevados precios de la vivienda para las familias. Debe tenerse presente, sin embargo, que el significado económico de las transferencias de capital es muy diferente cuando vienen motivadas por la necesidad de cubrir pérdidas acumuladas en el pasado, como ocurría en los primeros años de esta década, que cuando se dirigen a apoyar la formación de nuevo capital productivo en una economía que crece vigorosamente.

La carga de intereses de la deuda pública es una variable de gran relevancia para ponderar las posibilidades de actuación de la política fiscal, puesto que significa un gasto comprometido por los déficit en

Gráfico II-12

INGRESOS Y GASTOS NO FINANCIEROS
DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
(Porcentajes del PIB)



Fuente: INE y BE

que se incurrió anteriormente, y para valorar los resultados de la política económica seguida en la actualidad, porque sus valores futuros dependen del déficit y la inflación que se anticipen, y de la repercusión de ambos sobre los tipos de interés. La tendencia decreciente de la inflación, junto con la contención del aumento del déficit público en porcentaje del PIB alcanzada en el año 1985, y su reducción sostenida posteriormente, llevaron en primer lugar a la estabilización de la carga de intereses y a la inflexión del ritmo de crecimiento de la proporción deuda-PIB,

y conducirán en el futuro, contando con el éxito de la política de reducción de la inflación y del déficit público, a un descenso del peso, en porcentaje del PIB, de ambas variables.

La demanda final de las Administraciones Públicas pasó de representar el 14,5 % del PIB en 1980 al 17,6 % en 1985, avanzando sostenidamente a un ritmo medio de 0,6 puntos porcentuales por año. De estos tres puntos de aumento, 1,7 correspondieron a la inversión y 1,3 al consumo público. Durante los tres últimos años, la demanda final del sector ha elevado su participación en el PIB en algo más de dos décimas de punto porcentual, la inversión se ha mantenido constante y el consumo público ha crecido ligeramente. En realidad, si tenemos en cuenta que algunos gastos de enseñanza y defensa realizados en 1986 se imputaron contablemente a 1987, cabe concluir que el porcentaje de la demanda final de las Administraciones Públicas con respecto al PIB se ha estabilizado en torno al 17,7 %. Puesto que durante esta fase de recuperación de la economía española la demanda del sector privado ha cambiado su composición en favor de la formación de capital y a costa del consumo corriente, y dado que existe una clara necesidad de complementar esa inversión privada con las infraestructuras adecuadas de capital público, parece indicado acentuar el incipiente cambio que, en 1988, se estima en la composición de la demanda final de las Administraciones Públicas, potenciando la inversión y conteniendo el crecimiento del consumo público durante los próximos años.

El crecimiento del consumo público en 1988 ha sido muy diferente para los distintos agentes del sector. El del Estado sólo crece un 3,8 %, resultante de un aumento del 9,3 % de la remuneración de asalariados, de un descenso del 10,1 % de las compras netas de bienes corrientes y servicios y de un mayor consumo de capital fijo estimado en torno al 7 %. Como ya se ha señalado antes, el notable descenso de las compras netas se explica, básicamente, por la disminución de las inversiones militares y los gastos en bienes corrientes del Ministerio de Defensa. El resto de las Administraciones Públicas se estima que aumentaron su producción de servicios colectivos no destinados a la venta a una tasa mayor que la del crecimiento nominal del PIB, destacando el aumento de la remuneración de asalariados de las Administraciones de Seguridad Social en sus programas de asistencia sanitaria.

También la inversión pública parece haber evolucionado, en 1988, de manera muy dispar, según los agentes que la gestionan. La realizada por el Estado

crece un 27,9 %; para la inversión de los Organismos Autónomos Administrativos se estima una tasa del 17,5 %; un 15,1 % de aumento para la de las Administraciones de Seguridad Social; y en torno a un 14,0 % para las Administraciones Territoriales. De los programas prioritarios de inversión del Estado, destacan los aumentos de obligaciones reconocidas durante 1988 con respecto a 1987 en creación de infraestructura de carreteras (191,7 %), conservación y

explotación de carreteras (71,7 %), gestión e infraestructura de recursos hidráulicos (124,9 %), infraestructura del transporte ferroviario (42,7 %) e infraestructura de aeropuertos (34,7 %). Para los próximos años, el Programa de Inversiones Públicas prevé el sostenimiento del esfuerzo inversor en infraestructuras, así como en educación e investigación, en conservación de los recursos naturales, en justicia, en seguridad ciudadana y vial, y en Correos.

CAPITULO III

LA POLITICA
MONETARIA

1. LOS OBJETIVOS Y LOS RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL AÑO 1988

A mediados del mes de octubre de 1987, cuando estaban diseñándose los objetivos monetarios para el año siguiente, la economía española ofrecía síntomas de cansancio, según la información fragmentaria que, en aquel momento, se manejaba. Acababa de revisarse al alza el crecimiento del Producto Interior Bruto —4,5 %— para el año en curso y a tenor del desaliento que se preveía en las restantes economías de la OCDE, de la madurez que había alcanzado el crecimiento de la demanda interior, y del posible efecto de la política monetaria instrumentada durante la primera mitad de 1987, se estimaba que, a medida que discurriese el primer trimestre de 1988, el ritmo de avance del Producto Interior iría perdiendo impulso hasta situarse en tasas compatibles con un incremento anual del orden del 3,5 %. Se pensaba, asimismo, que la inflación se recortaría paulatinamente y que la balanza de pagos por cuenta corriente pasaría a ser deficitaria en el nuevo año, aunque por una cuantía fácilmente financiable.

La crisis bursátil del mes de octubre de 1987 añadió un riesgo depresivo adicional al panorama económico mundial, tanto por el descenso del consumo privado que había de suponer la caída de la capitalización bursátil, como por el influjo que el menor valor de las empresas cotizadas y el incremento de la incertidumbre tendría sobre los programas de inversión. Ante esta eventualidad las autoridades de los distintos países reaccionaron recortando los tipos de interés y permitiendo que la liquidez se expandiese para satisfacer la mayor demanda de dinero derivada del desplazamiento de las carteras del sector privado hacia posiciones líquidas.

Este entorno mundial de dificultades incrementó la incertidumbre sobre la orientación que debía tomar la política monetaria, tras un episodio de restricción que se había saldado con resultados desiguales. En efecto, a partir del primer trimestre de 1987, el Banco de España había elevado intensamente los tipos de interés a corto plazo, hasta situarlos en el 22 % en el

transcurso del mes de mayo. Posteriormente, a medida que observó una evolución razonable de los precios, y que el Tesoro emitió letras a tipos del 15,5 %, a finales del mes de julio, procedió a rebajar sus tipos de intervención, sin que hubiese alcanzado avances significativos en términos de control de la demanda interior. En contraposición, las variaciones de los tipos de interés y la inversión de la curva de rendimientos por plazos, los bruscos cambios en los mecanismos de financiación del déficit y la aparición de nuevos títulos públicos, considerablemente rentables, alteraron los mercados financieros y produjeron una drástica reducción de las emisiones de papeles de empresa y una paralización en el mercado de deuda a medio y largo plazo, que derivaron en una perturbación de la demanda de los ALP.

El examen de estas alteraciones originó un aumento de las dudas relativas al valor informativo que, en aquellos momentos, cabía extraer de los agregados monetarios y sobre la eficacia de los instrumentos en poder del banco emisor para encauzar una demanda interna en expansión, basándose primordialmente en subidas rápidas e intensas de los tipos de interés contratados en el extremo más corto de los mercados financieros. Dichas elevaciones habían ocasionado entradas masivas de capitales exteriores que, a pesar de las abundantes compras de reservas centrales y del riesgo consiguiente de fuerte incremento de la base monetaria, habían provocado una apreciación de la peseta, que resultaba especialmente perturbadora ante la tendencia al desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente. Sin embargo, estas alzas de los tipos de interés practicados por el Banco de España, habían sido consideradas efímeras por el sistema bancario, que prefirió ajustar ligeramente sus tipos activos y pasivos y mantener los ritmos de expansión de su negocio con la clientela.

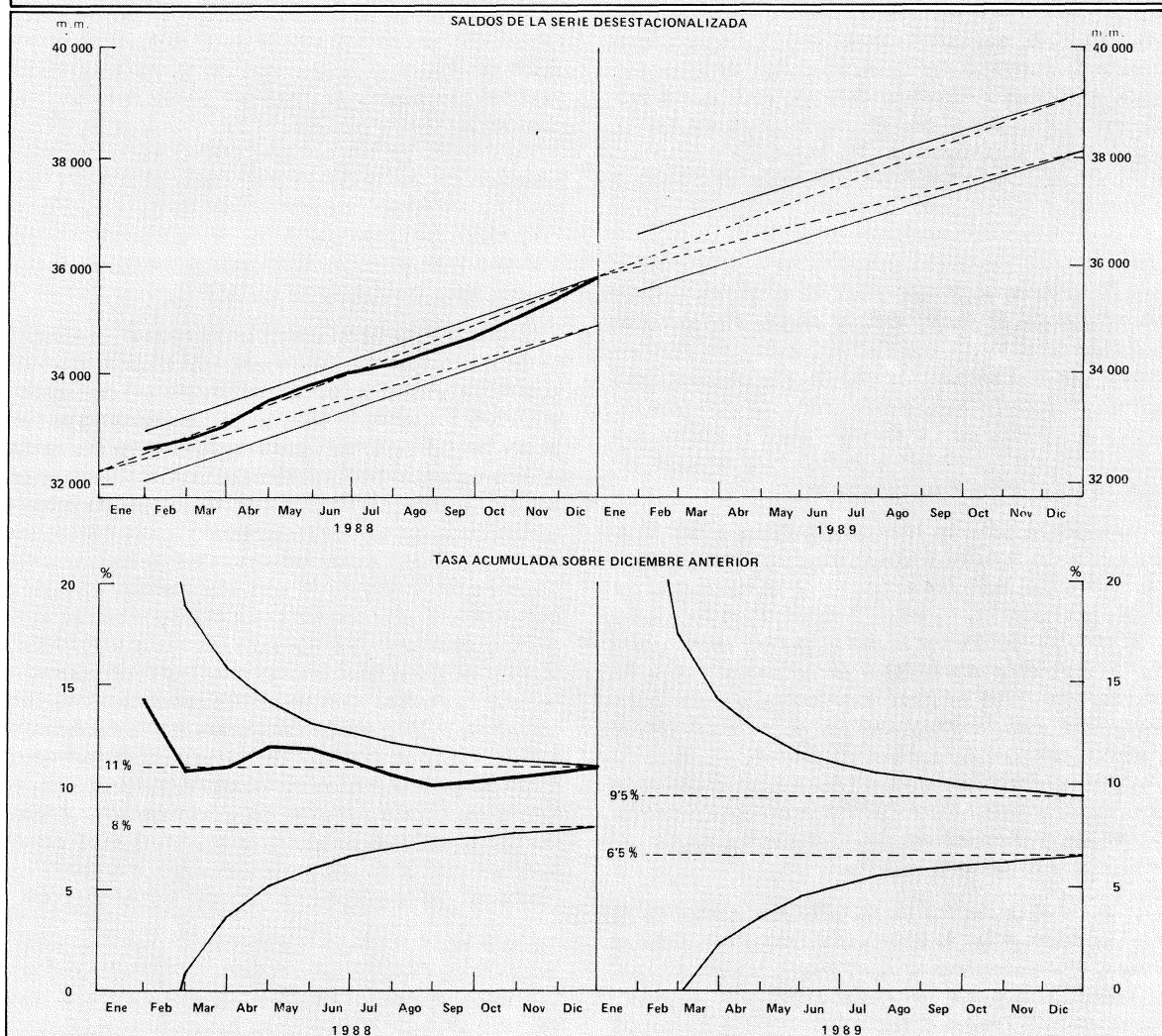
Consciente de las limitaciones de sus instrumentos y de los peligros de continuar manteniendo un nivel muy elevado de los tipos de interés, en el mes de junio de 1987 el banco central inició una disminución de los tipos de interés, que continuó a medida que transcurría el verano. En octubre, acele-

ró la cadencia de los recortes en los tipos, a la vista de las crisis de los mercados de valores, y decidió imprimir una orientación a la política monetaria semejante a la practicada por los restantes países desarrollados, satisfaciendo los requerimientos de liquidez del público. El Banco de España puso su empeño en conseguir una reducción ordenada de los tipos de interés, que favoreciese un curso más regular de la demanda de dinero, y en alcanzar una cotización más estable de la peseta.

En este entorno de incertidumbre, se programó la política monetaria para el año entrante que, en una primera fase, mostró amplias semejanzas con la estrategia desarrollada durante el segundo semestre del año anterior. A la vista de los datos de referencia sobre la desaceleración esperada de la actividad real durante 1988, que se evaluaba en la proximidad del 3,7 % —una vez revisada ligeramente a la baja para tomar en consideración la crisis en los mercados de valores—, y del crecimiento del deflactor del produc-

Gráfico III-1

ALP Y OBJETIVOS DE CRECIMIENTO PARA 1989 (*)



(*) 1988 bandas entre el 8 % y el 11 % ,
1989 bandas entre el 6,5 % y el 9,5 % .

to —4,2 %—, se fijó como objetivo cuantitativo para los ALP un rango de tasas de crecimiento anual del 8 % al 11 %. (Véase gráfico III-1.)

Teniendo en cuenta los interrogantes sobre la evolución de los mercados financieros y sobre la velocidad de circulación de los activos líquidos en poder del público, el Banco de España no trazó una senda de referencia dentro de dicho intervalo. Y, asimismo, siguiendo una práctica habitual, no concibió dicho rango como un mecanismo de reacción automática, pues hubiera implicado otorgar una preeminencia absoluta a los objetivos cuantitativos en el muy corto plazo y conceder una amplia certidumbre a la información transmitida por los agregados monetarios, que no concordaba con la perturbación que experimentaban en aquellos momentos. En consecuencia, decidió alcanzar los objetivos cuantitativos con prudencia, dejándose guiar en el control monetario por la información complementaria que impartían los mercados cambiarios y otros agregados menos amplios —como M2—, de modo que los mercados financieros volvieran a recuperar un curso menos crispado y que los tipos de interés trazasen un perfil congruente con los tipos registrados en los principales mercados extranjeros.

Confundiendo en que pudiera llevarse a cabo este recorte gradual de los tipos de interés, se preveía que iban a producirse unas menores entradas de capitales. Dado que se estimaba que el año 1988 podía cerrarse con un déficit por cuenta corriente próximo a 2.000 millones de dólares, se esperaba que los activos exteriores netos del Banco de España iban a aumentar en una cuantía próxima a los 4.000 millones de dólares y que las entidades bancarias podían incrementar ligeramente sus posiciones activas en moneda extranjera. En comparación con el ejercicio anterior, esta previsión suponía menores requerimientos sobre el crecimiento previsto de los ALP. En el mismo sentido operaban las cifras de los Presupuestos Generales del Estado. Realizando unas hipótesis conservadoras sobre las colocaciones de deuda a medio y largo plazo, dichos datos permitían avanzar que las Administraciones Públicas podían solicitar del sistema crediticio y de los mercados monetarios un flujo neto de crédito interno que situaría la tasa anual en el entorno del 11 %.

Partiendo de estas estimaciones, el valor central de la horquilla de referencia para los ALP llevaba a cifrar el incremento del crédito interno al sector privado en la proximidad del 11,5 %. Esta expansión permitía proporcionar a las empresas y familias una financiación suficiente, pero ajustada, que, unida a los efec-

tos deflacionistas derivados de la desaceleración del ciclo, a la presión de un tipo de cambio apreciado, y a los elementos de disciplina añadidos por la prevista moderación salarial, debía sentar las bases para alcanzar los objetivos de inflación del Gobierno, cifrados en un crecimiento interanual del Índice de Precios al Consumo del 3 %, calculado sobre los valores de cierre de los dos años.

Después de un pequeño compás de espera en los meses finales de 1987, asociado al proceso de normalización de los mercados bursátiles, que el Banco de España aprovechó para acentuar su estrategia de reducciones progresivas de los tipos de intervención, en enero y febrero de 1988 volvieron a reproducirse los episodios de tensiones en los mercados cambiarios, entradas de capitales y desbordamiento de las magnitudes monetarias. A pesar de haberse reducido drásticamente los diferenciales de los tipos de los depósitos interbancarios a un mes entre el mercado español y el euromercado, desde 16 hasta 8 puntos porcentuales, el nivel promedio de los tipos de interés reales continuaba situado por encima del 7 % y la peseta tendía a apreciarse, de modo que el banco emisor hubo de adquirir 3.000 millones de dólares en los primeros cuarenta días del año. (Véase gráfico III-16.)

En estas circunstancias, hubo de optar entre detener y, eventualmente, invertir el descenso de los tipos de interés para lograr encauzar el crecimiento de las magnitudes monetarias, actuando sobre la oferta de financiación; o mantener estable el tipo de cambio de la peseta, rebajando los diferenciales de tipos de interés con el exterior. A la vista de las incertidumbres que rodeaban la evaluación del incremento de los agregados, se decidió reducir los tipos de interés de los préstamos de intervención monetaria y confiar en que la normalización de la curva de rendimientos, la nueva política de emisión del Tesoro y el fortalecimiento de los mercados de instrumentos financieros no incluidos en los ALP —como la deuda a largo y los pagarés de empresa— terminarían entorpeciendo el desplazamiento de las carteras del público hacia dicha magnitud y ayudando, por tanto, a reducir su ritmo de crecimiento.

En los meses de marzo, abril y mayo, al tiempo que se practicaba una financiación más ortodoxa de las necesidades públicas de recursos, se completó el descenso de los tipos de interés controlados por el Banco de España y por el Tesoro, que quedaron localizados en el entorno del 10 % - 11 %. Este nivel situó los tipos nominales y reales españoles en valores semejantes a los registrados en los mercados del

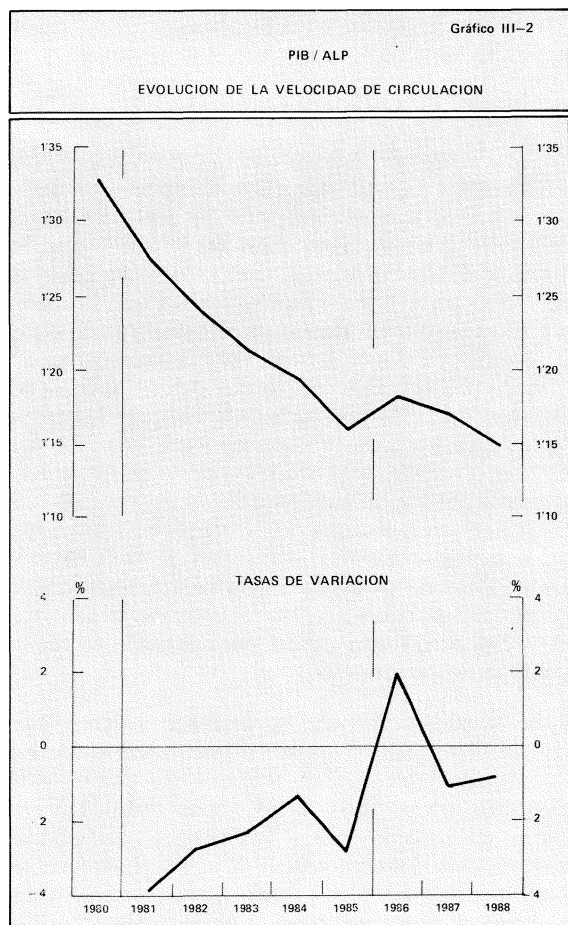
franco francés, de la lira o de la libra esterlina, aplanó la curva de rendimientos observada en el mercado hasta el plazo de tres años y fomentó las emisiones en los mercados de valores. No pudo evitar, sin embargo, un flujo permanente de entradas de capital extranjero, que llevaron al Banco de España a adquirir un volumen considerable de reservas centrales y a aumentar el plazo de amortización de los préstamos en divisas necesario para que éstos quedaran liberalizados.

A partir del mes de mayo, tal como se ha analizado en el epígrafe primero de este Informe, se observó un cambio drástico en el entorno internacional. Ante los primeros datos fragmentarios que empezaban a señalar una cierta reactivación de las economías y un incremento de los índices de precios, los bancos centrales de los países de la OCDE iniciaron una elevación generalizada de los tipos de interés bajo su control que se desarrolló a lo largo de los meses centrales del año. Este cambio de actitud redujo

las presiones en el mercado de cambios de la peseta y permitió recortar drásticamente la cuantía y la frecuencia de las intervenciones del Banco de España. Los tipos de interés negociados en los mercados interiores se mantuvieron estables en los niveles alcanzados en abril y las magnitudes monetarias superaron la perturbación iniciada en la segunda mitad de 1987. Recuperaron, por tanto, su contenido informativo, discuriendo por el límite superior de la banda de objetivos fijada para el año —11 %—; y los mercados financieros a medio plazo volvieron a adquirir el tono de firmeza que habían perdido en la primavera del año anterior.

A finales del verano, sin embargo, se acumularon las señales que aconsejaron un cambio en la orientación de la política monetaria. Las demandas internas de los países de la OCDE estaban experimentando una notable fortaleza, registrando ritmos de avance superiores a los observados en 1987, como resultado de los descensos de tipos de interés practicados por los bancos centrales, un año antes, cuando pensaron que el «crash» bursátil no quedaría circunscrito a los mercados financieros, sino que terminaría ocasionando un efecto gravemente perturbador sobre las tasas de crecimiento de la actividad. Este impulso terminó deteriorando notablemente los saldos de las balanzas por cuenta corriente y generó un rebrote de las tensiones inflacionistas que se habían mantenido aletargadas durante los dos años anteriores. A medida que fueron confirmando este diagnóstico, los bancos centrales de los países desarrollados, que habían iniciado las subidas de los tipos de interés a finales de la primavera, acentuaron el tono restrictivo de su política monetaria, alterando la evolución del mercado cambiario de la peseta.

La presión de la demanda interna estaba generando desequilibrios semejantes en España. Contrariando todas las previsiones que señalaban una desaceleración de la actividad para el segundo semestre del año, la economía española daba muestras inequívocas de un tono firme, e impulsada por el avance de la inversión privada, especialmente en construcción, iba camino de registrar, por segundo año consecutivo, tasas de expansión del Producto Interior Bruto superiores al 5 %, en términos reales. El brusco repunte de los precios de los alimentos no elaborados, observado a finales de la primavera, puso de manifiesto las débiles bases sobre las que se asentaba la reducción de los precios al consumo. En el transcurso de los meses del verano, se hicieron patentes el comportamiento alcista de los costes y de los márgenes empresariales, y el incremento de la inflación subyacente. Y, a medida que se aceleraban, de nuevo, los



ritmos de actividad, fue volviéndose más preocupante el desequilibrio de la balanza corriente, que denotaba un voluminoso déficit comercial al que se había añadido un deterioro de las rentas de inversión, como consecuencia del préstamo neto recibido del exterior y del diferencial de intereses y riesgos que acrecentaba el servicio de los capitales situados en España. Por último, la expansión de los agregados monetarios y del crédito al sector privado empezó a mostrar una nueva pujanza, a partir del mes de julio, que, considerando que no había señal alguna de perturbación en los mercados financieros, sólo cabía atribuir a la fortaleza de los ritmos de gasto interior.

A la vista de este conjunto de indicadores, el Banco de España modificó el tono impreso al control monetario, elevando de manera decidida los tipos de intervención. Asimismo, en un movimiento coordinado, el Tesoro revisó al alza los tipos de colocación a las letras a un año y los rendimientos a la emisión de los bonos, tratando de ofrecer a los mercados una señal conjunta de firmeza en la instrumentación de las subidas y de coherencia entre la política monetaria y los criterios de financiación del Estado. Las autoridades pretendían elevar gradualmente los tipos de interés, consolidando los niveles alcanzados, ya que aspiraban a transmitir una imagen de permanencia y continuidad en la nueva orientación de la gestión de la demanda de gasto, de modo que el sistema bancario y los distintos agentes de la economía procedieran a revisar al alza los tipos de interés reales esperados a medio plazo de sus inversiones.

En consonancia con la nueva orientación de la política de control, el Banco de España aceptó una apreciación adicional de la peseta, según iban elevándose los tipos de interés. Estos, en escalones sucesivos, fueron situándose en el entorno de 13 - 14 % al cierre del ejercicio 1988, medidos por los tipos negociados en el mercado interbancario, y la cotización de la peseta frente al dólar alcanzó un valor próximo a 113 pesetas en el mismo período de tiempo. (Véase gráfico III-9.)

A pesar de estas actuaciones, los agregados monetarios, precedidos por un incremento fortísimo del crédito al sector privado, experimentaron un aumento en su ritmo de avance. Este episodio expansivo ha continuado durante los primeros meses de 1989. Hay que tener en cuenta que los ritmos de crecimiento de los ALP se han visto influidos por la acogida de patrimonios anteriormente colocados en operaciones de seguro, contratadas con entidades no bancarias. No obstante, aun tomando en consideración esta perturbación, que parece estar finalizando a mediados

del mes de marzo de 1989, el juicio básico de que está registrándose un crecimiento elevado de las magnitudes, fuertemente asentado en tasas superiores a las deseadas por el Banco de España, cada vez se afirma con mayor claridad.

Este desbordamiento llevó al Banco de España a elevar en un punto y medio el tramo no remunerado del coeficiente de caja, a partir del primer día hábil a efectos del cómputo del coeficiente del mes de febrero de 1989. Dicha medida se vio acompañada por restricciones adicionales de control de cambios, consistentes en un depósito sin remunerar en el Banco del 30 % de la financiación contratada en los mercados exteriores y del 20 % del deterioro neto en la posición de contado en moneda extranjera del sistema bancario. Estas disposiciones buscaron entorpecer los episodios especulativos a favor de la peseta que estaban observándose desde finales del año anterior. En efecto, a partir del mes de octubre, a medida que aparecían informaciones negativas sobre la evolución de la economía española —en forma de fuertes incrementos de los índices de precios, o de crecientes déficit de los distintos renglones de la balanza corriente—, los mercados cambiarios descontaban elevaciones posteriores de los tipos de interés, ocasionando apreciaciones de la peseta semejantes a los episodios de revalorización que han experimentado la libra esterlina y el dólar estadounidense en la transición de 1988 a 1989. A la vista de estos episodios y una vez que la peseta hubo alcanzado un máximo de cotización frente a las divisas de los países desarrollados, las autoridades decidieron dificultar las entradas de capitales y trataron de mantener un curso estable del tipo de cambio.

El resultado más llamativo de estas dos etapas, caracterizadas por la orientación contrapuesta de las actuaciones del Banco de España, ha sido una evolución relativamente uniforme de los activos líquidos en manos del público, que tendieron a discurrir durante todo el período en la proximidad del límite superior de la banda de objetivos, y en ese valor —11 %— cerraron el año. Según puede apreciarse en el cuadro III-1, la financiación otorgada a las Administraciones Públicas, con una tasa interanual del 11 %, registró, asimismo, un crecimiento semejante al que se estimó cuando se establecieron los objetivos para el año 1988. Por el contrario, el crédito otorgado al sector privado por el sistema crediticio y a través de los mercados monetarios desbordó todas las estimaciones, pues su ritmo de expansión se localizó en el 16,4 %. La adquisición por el sistema crediticio de activos frente al exterior se situó, también, muy por encima de las magnitudes previstas, como con-

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

CUADRO III-1

Tasas de variación

	1985	1986	1987	1988	1989 (o)
ALP					
Objetivos	11,5 - 14,5	9,5 - 12,5	6,5 - 9,5	8 - 11	6,5 - 9,5
Evolución efectiva	13,3	11,8	14,0	11,0	—
M3	6,3	4,1	6,4	11,2	—
M2	11,7	13,8	9,4	17,7	—
M1	11,9	15,4	11,1	22,0	—
Crédito interno (1)					
Total	15,8	13,8	14,4	14,8	11,0
Administraciones Públicas	38,1	21,6	14,4	11,1	10,4
Empresas y familias	8,9	10,8	14,5	16,4	11,5

(o) Objetivo y previsiones.

(1) Ajustado.

secuencia de la constante presión a favor de la apreciación de la peseta, que el banco emisor trató de contrarrestar adquiriendo reservas exteriores. Para financiar flujos tan cuantiosos de activos frente a los sectores no residentes y frente a los sectores interiores, público y privado, el sistema crediticio precisó de fondos muy superiores a los que le proporcionó la expansión de los ALP. Como puede observarse en el gráfico III-3, donde se representan estos conceptos con la trama más oscura, contó, para ello, con el fuerte avance de los resultados generados por el sistema en el negocio de intermediación, con el aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas y con el notable crecimiento de un conjunto heterogéneo de otras cuentas netas de pasivo.

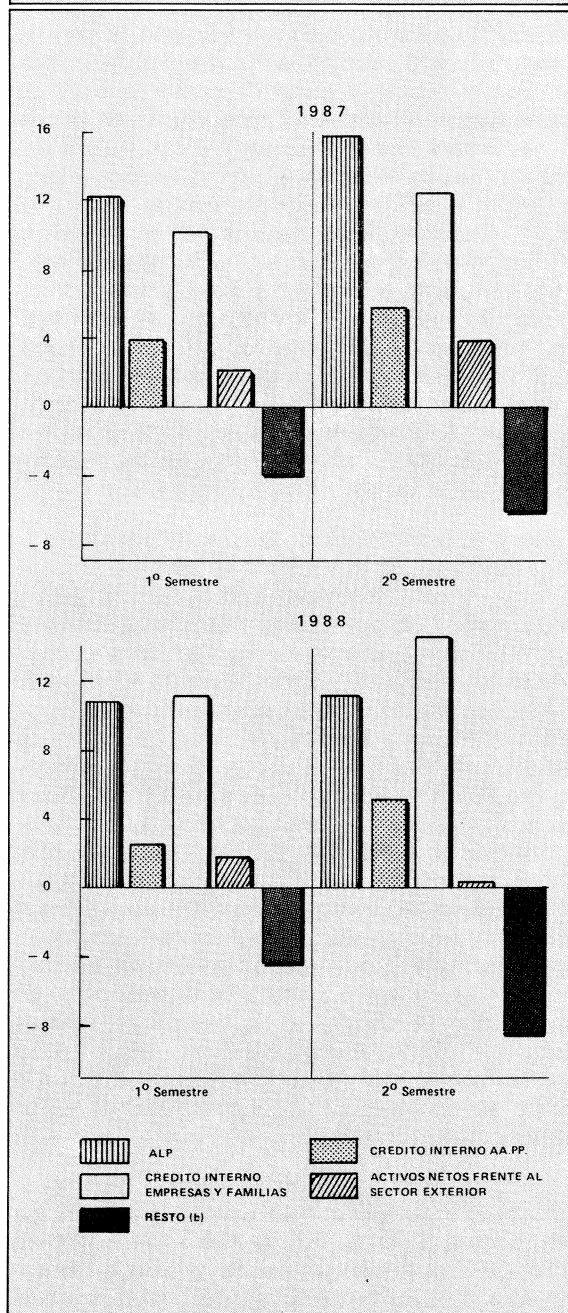
El bloque de indicadores cuantitativos, que acaba de resumirse, ofrece una imagen de holgura en el conjunto de las magnitudes financieras básicas de la economía que se corresponde razonablemente bien con el devenir de 1988. Tal como se ha señalado en el capítulo anterior, la economía española alcanzó en 1988 un crecimiento real similar al de 1987 —5,3 %—, medido por el Producto Interior Bruto, y un avance de los precios, estimado por su deflactor, próximo al 6 %, ampliamente superiores a las previsiones realizadas en el momento de diseñar los objetivos monetarios para el ejercicio. A partir del mes de septiembre, las autoridades trataron de encauzar esta expansión del producto nominal dentro de un rango más manejable, ya que estaban percibiendo señales inequívocas de un deterioro notable de los desequilibrios exteriores e interiores, pero su actuación tardará en ofrecer resultados, ya que debe trans-

mitirse a través de un complejo entramado de decisiones de gasto que han de ser evaluadas ponderando su nuevo coste de oportunidad; y esto supone una revisión generalizada del tipo de interés real promedio esperado, que exige tiempo en los agentes evaluadores y constancia en la presión de las autoridades.

El curso trazado por los tipos de interés en el ejercicio pasado, que se describirá con mayor detalle en el epígrafe tercero de este capítulo, puede resumirse en tres etapas diferentes: una que entronca con la segunda mitad de 1987, de reducciones de los tipos de interés, que duró hasta el mes de mayo; otra de acusada estabilidad, en los meses centrales de 1988; y una última de subidas a partir del comienzo del otoño, que se ha prolongado durante el primer trimestre de 1989. A pesar de esta disparidad, el efecto conjunto de estos episodios fue una orientación a la baja de los tipos más representativos negociados en los mercados a corto y medio plazo. Dicha orientación, sin embargo, no desalentó la toma de posiciones en pesetas por parte de los extranjeros, o el endeudamiento en divisas de los residentes, pues la peseta disfrutó de una amplia aceptación en el mercado, como resultado de un conjunto de razones que se analizarán en el epígrafe cuarto de este capítulo.

El Banco de España trató de practicar una política monetaria activa y prudente, valorando los indicadores que estaban a su disposición y, en especial, la información impartida de los agregados monetarios, tal como se detallará en el próximo epígrafe. Otorgó un menor peso a la información obtenida de los ALP en los primeros meses del año y no dio mayor importan-

Gráfico III-3

CONTRIBUCION DE LAS CONTRAPARTIDAS AL
CRECIMIENTO DE ALP (a)

(a). El crecimiento de ALP y la contribución de las diferentes contrapartidas están medidos en términos de la tasa acumulada de ALP a final de cada semestre.
 (b). La partida de "Resto" está formada por las cuentas de capital del sistema crediticio, así como por otros pasivos netos no monetarios.

cia a la expansión de las magnitudes más reducidas durante este período. Juzgó que los primeros podían seguir afectados por la perturbación asociada a la aparición de letras del Tesoro, y entendió que las segundas exteriorizaban «efectos de escaparate» del cierre del año 1987 y, posteriormente, acogían trasvases de cartera como consecuencia de la liberalización de la remuneración de las cuentas corrientes y de las libretas de ahorro. Una vez normalizados los mercados financieros en el transcurso del primer semestre del año, fue concediendo una mayor ponderación a la información suministrada por los ALP y por el crédito al sector privado, que señalaban la continuidad del impulso expansivo de la demanda interior y la progresiva sustitución del sector público por el sector privado como motor de la demanda interna en la segunda parte del año. Basándose en este conjunto de apreciaciones sobre la calidad de los datos procesados, y sobre la regularidad de la velocidad-renta de circulación de los ALP (véase gráfico III-2), llevó a cabo una política de control de la liquidez de base del sistema y de alteraciones de los tipos de interés crecientemente compleja, que se detallará en el epígrafe quinto.

2. EL COMPORTAMIENTO DE LOS AGREGADOS

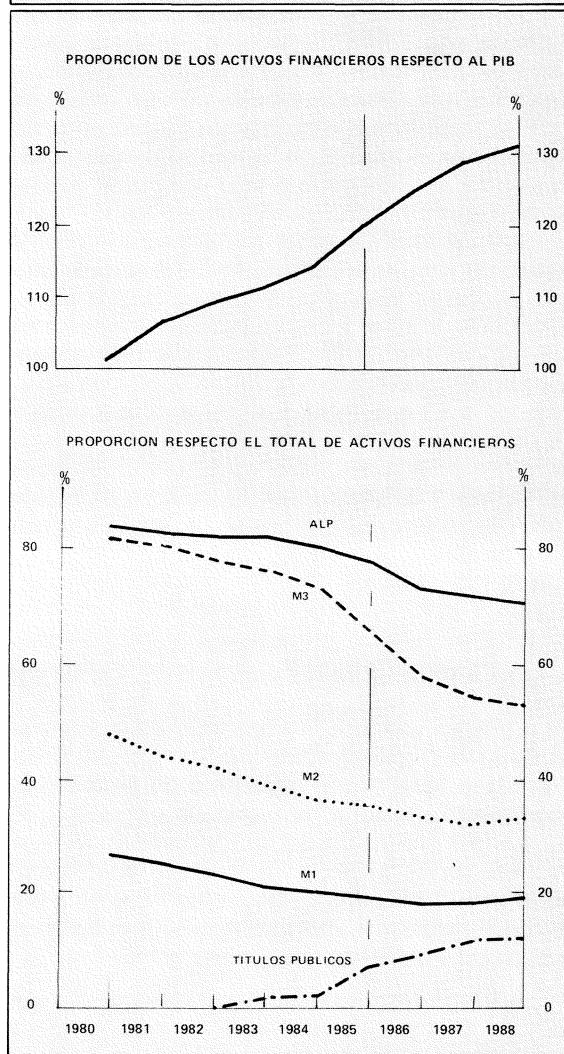
La extensa gama de instrumentos financieros disponibles, el progresivo desarrollo de sus mercados secundarios y el fuerte dinamismo de la actividad económica continuaron favoreciendo el crecimiento de la riqueza financiera del sector privado a lo largo de 1988. Dentro de ella, los ALP siguen representando el porcentaje mayor —en torno al 70 %—, a pesar de la pérdida de importancia relativa que vienen experimentando desde 1986 (véase gráfico III-4).

La elevada proporción que los activos con rentabilidad de mercado y los títulos públicos a corto plazo ocupan en los ALP ha ido aumentando la sensibilidad de esta variable ante los cambios en las propiedades relativas, financieras o fiscales, de sus componentes y ante las variaciones en el peso atribuido a los distintos instrumentos de deuda en la financiación del déficit público.

El año 1987 fue un claro exponente de la repercusión que ambos factores pueden llegar a tener sobre la evolución de los ALP. En dicho año, la demanda de esta variable experimentó un acusado desplazamiento al alza como consecuencia del aumento en la rentabilidad de los instrumentos incluidos en su definición, mientras que los activos negociados en los

Gráfico III-4

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



mercados a medio y largo plazo, como los pagarés de empresa, las obligaciones privadas y la deuda del Estado, experimentaron un notable estancamiento. La política financiera del Tesoro registró, asimismo, cambios importantes. El reducido volumen de recursos captados mediante la emisión de deuda a medio y largo plazo hizo descansar el mayor peso de la financiación del déficit en el recurso al Banco de España, en la primera mitad de 1987, y en las recién implantadas letras del Tesoro, en el segundo semestre.

En esta situación, el Banco de España hubo de

otorgar mayor atención a la evolución de los tipos de interés frente a las variables cuantitativas, dando prioridad a la recuperación de un clima de mayor tranquilidad en los mercados financieros.

La primera mitad de 1988 estuvo presidida por la continuidad del proceso de normalización de los mercados financieros, iniciado a mediados del año anterior, que se manifestó en un descenso generalizado de los tipos de interés y en la recuperación de un perfil más normal de las curvas de rendimientos por plazos. En línea con esta tendencia, los tipos de interés de las letras del Tesoro descendieron de forma apreciable, desacelerándose sensiblemente el ritmo de expansión de los saldos de letras. Simultáneamente, otros instrumentos financieros incrementaron su importancia relativa en las carteras del público. Unos, no integrados en ALP, como los pagarés de empresa, las transferencias de crédito y la deuda pública a medio y largo plazo adquirida en firme; otros, dentro del propio agregado, entre los que destacan los depósitos a la vista y, en menor medida, las cesiones temporales de deuda a medio y largo plazo.

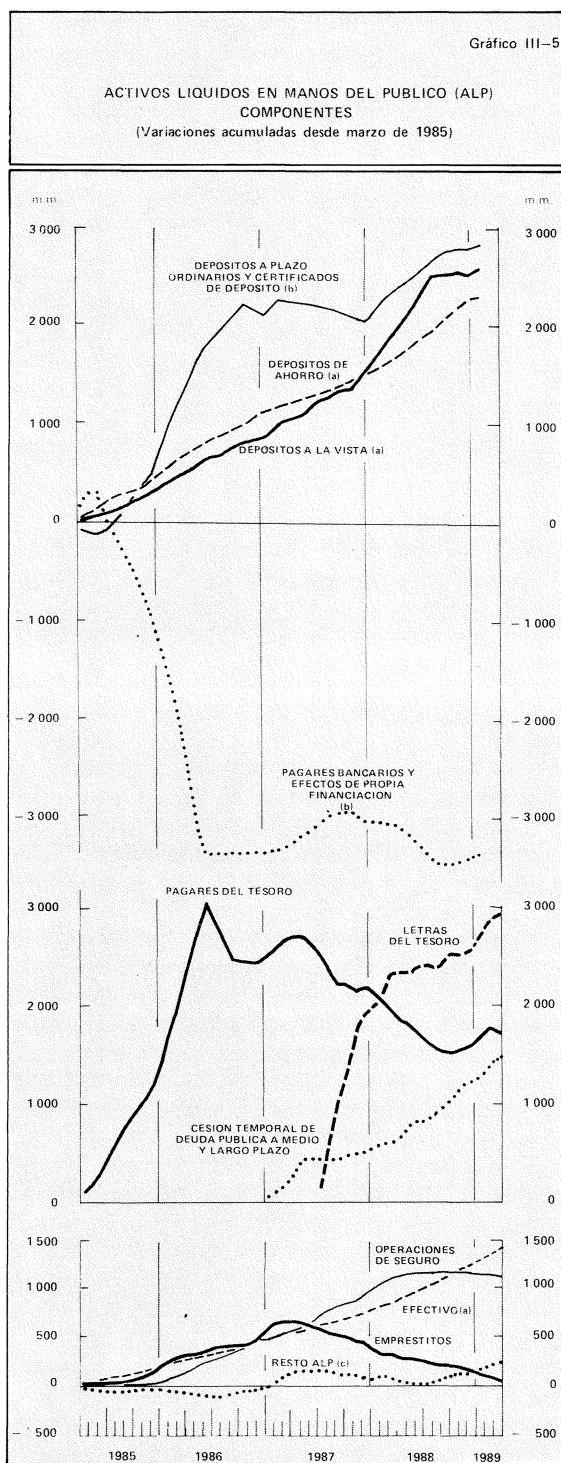
Estas variaciones en la distribución del ahorro financiero de las familias y las empresas fue el resultado de un proceso convergente de los oferentes y demandantes de activos financieros. Los emisores, animados por el clima de tranquilidad que iban recobrando los mercados y el descenso de los tipos de interés, se mostraron dispuestos a incrementar su oferta de instrumentos a medio y largo plazo. Por su parte, las familias y las empresas, ante la mayor caída relativa de los tipos de interés en los mercados a corto plazo y las expectativas optimistas sobre la inflación que en ese periodo existían, decidieron distribuir su inversión financiera entre los mercados a corto y los de medio y largo plazo. Entre los mercados a medio y largo plazo que vieron revitalizada su actividad destaca el de la deuda del Estado. La colocación neta de bonos a tres años alcanzó cerca de los 600 m.m. de pesetas en los tres primeros meses del año, en contraste con los 350 m.m. netos colocados en todo el año anterior. En torno al 25 % de la citada emisión tuvo como destino las carteras del sector privado no financiero.

Estos desplazamientos en la estructura de la riqueza financiera del público contribuyeron a la reducción de las tasas de expansión de ALP a comienzos de 1988. De esta forma, la desaceleración que mostraron los activos líquidos en poder del público en aquel periodo fue, en parte, debida a una caída en la demanda global del agregado inducida por los fenómenos financieros señalados.

A medida que los mercados financieros evolucionaban dentro de una tónica más distendida, los ALP fueron informando con mayor precisión sobre el curso del gasto nominal de la economía y así, en los meses centrales del año sus elevados ritmos de expansión, que excedían los objetivos marcados, reflejaban, principalmente, el fuerte crecimiento de la actividad interna.

En los últimos cuatro meses del ejercicio se produjeron, sin embargo, otros dos fenómenos financieros, estrechamente relacionados entre sí, que perturbaron, de nuevo, la trayectoria de los ALP. Por una parte, se registró un importante cambio de tendencia en la evolución de los pagarés del Tesoro en poder del público. Su crecimiento neto, cercano a los 100 m.m. en los tres últimos meses de 1989, contrastó, vivamente, con el descenso sistemático de sus saldos que se había observado a lo largo de los nueve primeros meses del año. Esta recuperación de la preferencia por los pagarés estuvo vinculada a la paralización y posterior caída de las operaciones de seguro, con motivo de los cambios registrados en la rentabilidad fiscal esperada de ambos tipos de activos financieros. El anuncio de la voluntad del Ministerio de Hacienda de investigar minuciosamente los seguros de vida denominados «de prima única» indujo un sustancial vuelco de la demanda de estos activos por parte del público. El fuerte crecimiento de estas operaciones en los dos años anteriores había estado impulsado, en gran parte, por la posibilidad de ocultación fiscal que incorporaban y por la notable caída experimentada por los tipos de interés de los pagarés del Tesoro, que habían sido utilizados hasta entonces con esta finalidad. Por ello, conforme las autoridades fiscales intensificaron sus acciones y se aproximaba al cierre del año, aumentó, nuevamente, el interés del público por los pagarés del Tesoro, ya que, pese a su baja rentabilidad, constituían la alternativa más inmediata, desde el punto de vista fiscal, para las operaciones de seguro canceladas.

La expansión de las operaciones de seguro de prima única durante 1986 y 1987 se había producido tanto en las cajas de ahorro como en las empresas de seguro, estando las primeras incluidas en la definición de ALP pero no las segundas. De esta forma, los efectos sobre ALP de los desplazamientos inducidos por las cancelaciones de estas operaciones son diferentes en cada uno de estos dos casos: mientras que el trasvase hacia determinados componentes de ALP de los recursos procedentes de las operaciones realizadas por las cajas únicamente afecta a la composición interna del agregado, la acogida de fondos provenientes de las empresas de seguros repercute



(a) Series desestacionalizadas.

(b) La suma de ambos representa el total de depósitos a plazo.

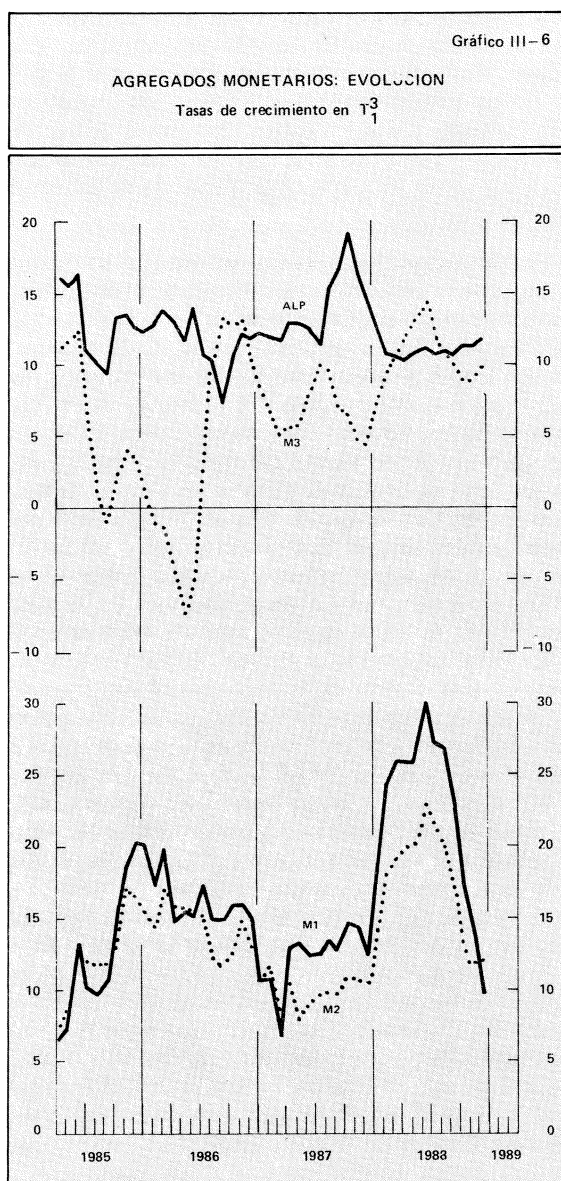
(c) Comprende: cesiones y participaciones de activos privados, letras endosadas y avales prestados a pagarés de empresa y depósitos en el Banco de España.

en la demanda global de la magnitud objeto de control. El inicio de estos trasvases en los últimos meses de 1988 no afectó de modo importante a la evolución de los ALP. Sin embargo, la intensificación del proceso en los primeros meses de 1989 ha impulsado al alza las tasas de crecimiento de ALP, poniendo de relieve, una vez más, la inestabilidad que los cambios del tratamientos fiscal de los distintos activos provocan en la demanda del agregado.

En el conjunto del año 1988 los desplazamientos entre activos incluidos y excluidos de ALP han debido tener un efecto globalmente alcista sobre su demanda, prolongando la tendencia descendente de la velocidad de circulación de esta variable respecto al PIB, aunque con una ligera amortiguación (véase gráfico III-2).

Los trasvases de cartera del público ocurridos en 1988 afectaron también a la composición interna de ALP, influyendo en la estabilidad del multiplicador monetario, como se analizará en el epígrafe 5 de este mismo capítulo, y en la de los agregados monetarios más reducidos como M1 y M2.

La completa liberalización de las remuneraciones de los depósitos a corto plazo en el sistema bancario, en marzo de 1987, incrementó el atractivo de estos activos como fórmula para rentabilizar recursos financieros. Esta nueva modificación del marco regulatorio, que ha completado la liberalización de los tipos de interés, ha difuminado todavía más los imprecisos límites entre la demanda de activos líquidos para instrumentar transacciones y los que se realizan por motivos de inversión financiera, ha intensificado la sustituibilidad entre los depósitos y los títulos públicos a corto plazo y ha acentuado la sensibilidad de las definiciones más estrechas del dinero ante las variaciones en los rendimientos de los diferentes activos financieros. Todo ello repercute en un aumento de la inestabilidad de los agregados M2 y M1 que tiende a oscurecer la interpretación de sus ritmos de crecimiento. En 1988, tanto M1 como M2 registraron fuertes alteraciones en sus ritmos de expansión (véase gráfico III-6). La liberalización de los tipos pasivos, en marzo de 1987, no produjo fuertes aumentos de la demanda de depósitos en los meses siguientes, como cabía haber esperado. El poderoso atractivo que en aquel momento ejercían las letras del Tesoro retardó dicho efecto a los primeros meses de 1988, cuando los tipos de interés de las letras ya habían registrado recortes apreciables. El impulso de la demanda de depósitos se extendió a lo largo del primer semestre del año y se concentró, principalmente, en los depósitos a la vista, cuya tasa de crecimiento en



ese período fue del 30 %. Los depósitos de ahorro, menos sensibles por lo general a los tipos de interés, aceleraron también su ritmo de expansión, aunque de forma más moderada (12 % en el mismo período).

A lo largo del primer trimestre, la banca privada y las cajas de ahorro acomodaron los deseos públicos de desplazar fondos desde las letras del Tesoro —materializadas, en un gran porcentaje, en adquisiciones temporales al sistema bancario— hacia los depósitos a la vista, principalmente, y, en menor medida, hacia las cesiones de deuda a medio y largo

plazo, en el marco del proceso de diversificación financiera y normalización de los mercados al que anteriormente se ha hecho mención. En cambio, en los meses posteriores las entidades bancarias adoptaron una posición mucho más activa en estos trasvases.

Hacia el final de la primavera la prolongación del descenso de los tipos de interés en la subastas del Tesoro y del Banco de España comenzó a debilitar la demanda de títulos públicos. La suscripción de títulos se redujo notablemente y las emisiones netas llegaron a ser negativas en algunas ocasiones.

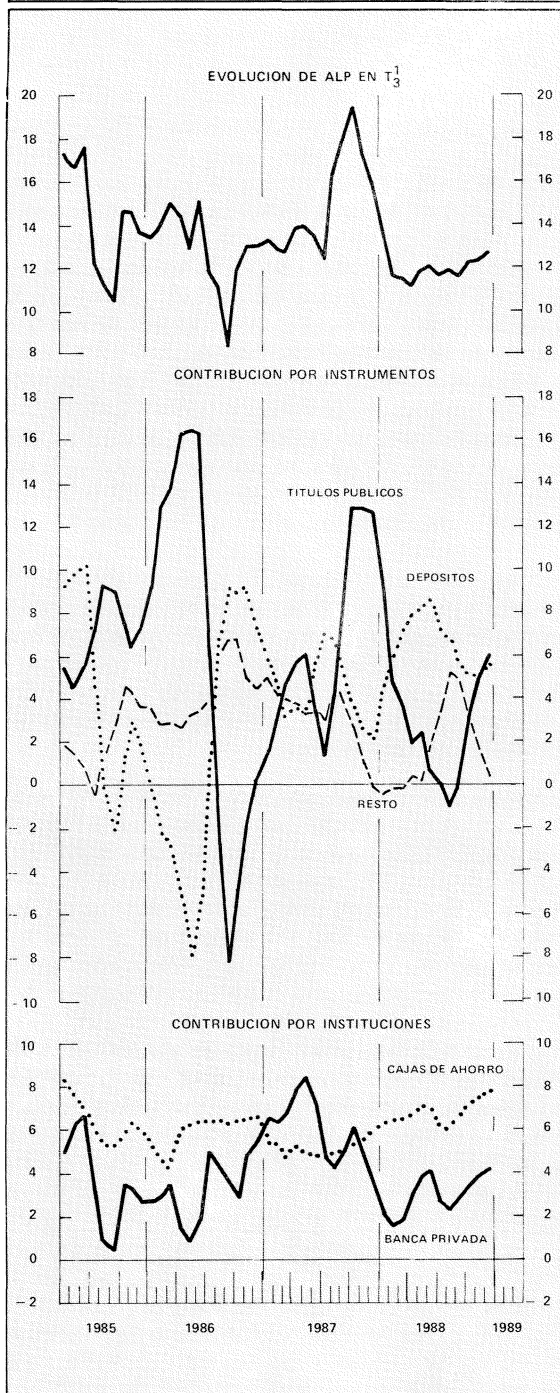
La confrontación entre la política de tipos de interés seguida por las autoridades y las expectativas del mercado de un mayor endurecimiento monetario se reflejaron en un acortamiento del plazo de las letras del Tesoro demandadas. Las solicitudes de estos títulos por parte del público se mantenía, en aquel momento, muy elevada en contraste con la escasez de cartera disponible del sistema bancario que, habitualmente, es su principal oferente. El saldo de letras del Tesoro no cedidas del sistema bancario alcanzó los niveles más bajos registrados hasta entonces. En esta situación, las instituciones bancarias satisficieron la demanda de inversión financiera de sus clientes por dos vías. Por un lado, ofreciéndoles depósitos a la vista con rentabilidades muy atractivas prefiriendo reducir transitoriamente su margen de intermediación, ya que consideraban poco duradero el bajo nivel de los tipos de interés de las letras del Tesoro. Por otro, cediéndoles temporalmente deuda pública a medio y largo plazo de las abultadas carteras de las que disponían. En el gráfico III-8 puede observarse la aceleración experimentada por estas operaciones, sobre todo, en las cajas de ahorro.

A finales de agosto el Tesoro y el Banco de España comenzaron a elevar sus tipos de interés. Aunque ello favoreció la colocación de títulos, las alzas que tuvieron lugar a lo largo de los últimos cuatro meses del año fueron, en general, inferiores a las esperadas por el mercado y las entidades bancarias continuaron mostrándose reacias a ampliar sus carteras de letras. En esas circunstancias, las operaciones de drenaje del Banco de España tuvieron que realizarse, frecuentemente, con cesiones temporales de letras a plazos inferiores a la semana, que fueron a su vez filtradas en su totalidad hacia el público.

El alza en los tipos de interés de los títulos públicos intensificó el crecimiento de las letras del Tesoro y las adquisiciones temporales de deuda a medio y largo plazo en las carteras del público. Los depósitos, por el contrario, registraron una fuerte caída en sus ritmos de expansión. Ello pudo ser, en parte, una

Gráfico III-7

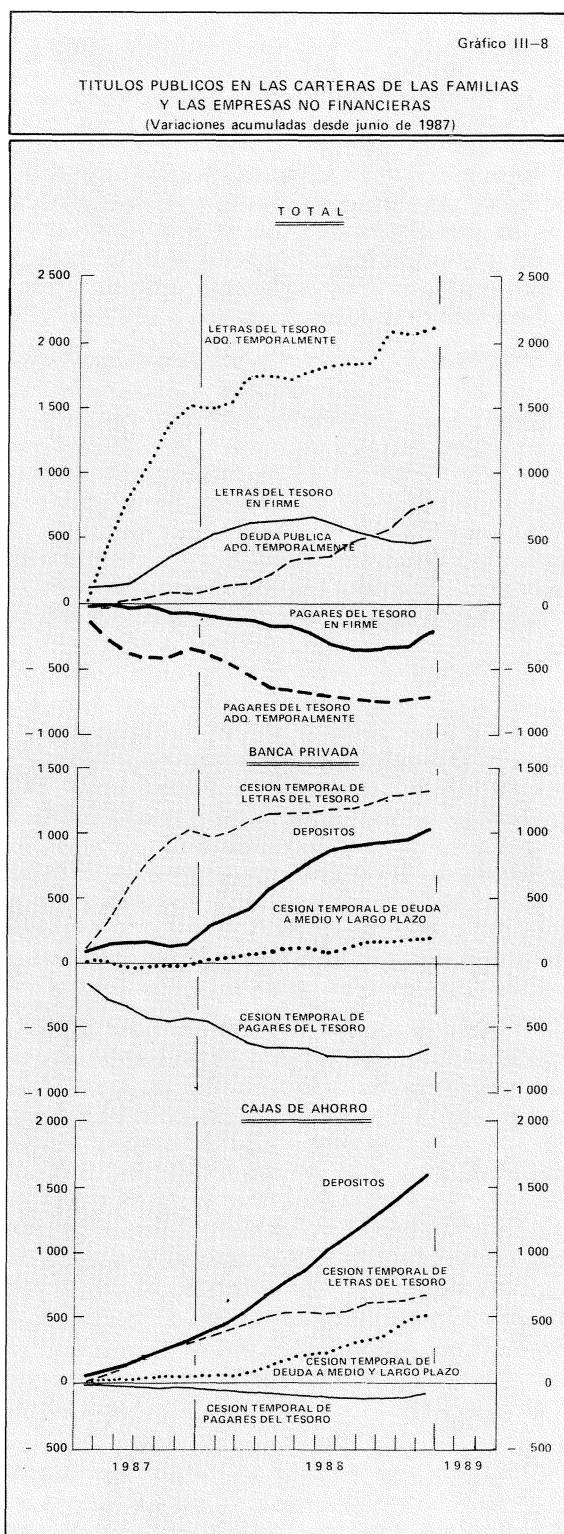
EVOLUCION DE ALP EN T_3^1 Y CONTRIBUCION POR INSTRUMENTOS E INSTITUCIONES



reacción natural al fuerte crecimiento de los meses precedentes en los que el público mostró una acusada preferencia por la liquidez, pero sobre todo debió estar inducida por la mejora en la rentabilidad relativa de los títulos públicos.

De este análisis sobre los movimientos de los activos financieros del público durante 1988 se derivan algunas reflexiones de interés para la política de control de los agregados monetarios. En 1988 se puso de manifiesto, una vez más, la elevada sustituibilidad entre distintos componentes de ALP, lo que ha venido a confirmar la superioridad de esta variable, frente a agregados más reducidos, para ser utilizada como objetivo intermedio de la política monetaria, en el contexto actual de los mercados financieros. Los trasvases más intensos a lo largo del año se han producido entre los depósitos a corto plazo y los títulos públicos cedidos temporalmente por las entidades y han transmitido, como se ha visto, una fuerte inestabilidad a la demanda de los agregados más reducidos (M1 y M2). También se han registrado procesos de sustitución entre instrumentos incluidos en ALP y otros situados fuera de esta magnitud, pero han tenido menor entidad que los ocurridos en el interior del agregado. En todo caso, los acontecimientos recientes han vuelto a subrayar la importancia que la evolución ordenada de los mercados financieros y la uniformidad en el tratamiento fiscal de los distintos activos negociados en ellos tienen para la validez de los agregados monetarios como variables de referencia de la política monetaria.

Por último, el elevado grado de intermediación existente en el mercado de títulos públicos y la rapidez con la que las entidades bancarias reaccionan ante los cambios en las condiciones relativas de los diferentes activos han reforzado el protagonismo de estas instituciones en los movimientos de carteras del sector privado. El gráfico III-8 es suficientemente elocuente respecto a la primera de estas características. En él puede verse cómo de los 680 m.m. de incremento neto de letras del Tesoro del público en 1988, solamente 16 m.m. correspondieron a adquisiciones en firme; los restantes 664 m.m. procedieron de las cesiones temporales del sistema bancario. Asimismo, el aumento de 719 m.m. de deuda pública adquirida temporalmente a la banca privada y a las cajas de ahorro, contrasta con el incremento de 211 m.m. de deuda a medio y largo plazo del Estado adquirida en firme. Este hecho tiende a dificultar la transmisión de la política monetaria hacia los mercados de crédito bancario al otorgar a las entidades un mayor margen de maniobra para absorber las perturbaciones que afectan a los tipos pasivos.



3. LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES

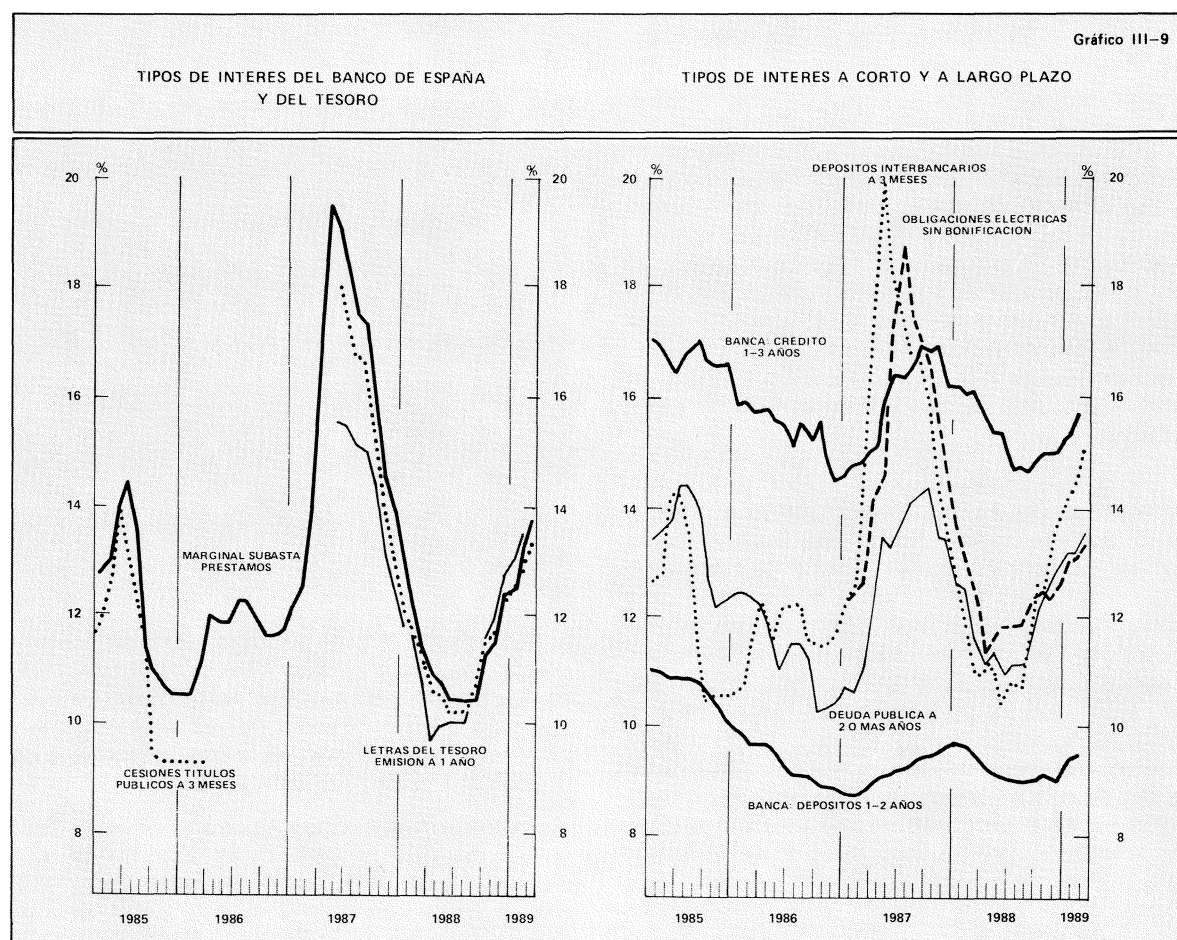
En la evolución de los tipos de interés nominales, en 1988, hay que destacar, dos aspectos. Por una parte, la estrecha conexión entre los tipos del Tesoro y los del Banco de España, en contraste con lo que había sucedido en la primera mitad de 1987. Ello contribuyó, notablemente, a normalizar los mercados y las curvas de rendimientos por plazos. Por otra, la lentitud con la que, de nuevo, se transmitieron las variaciones de los tipos de interés desde los mercados monetarios hacia los tipos activos y pasivos de las instituciones bancarias, pese a que la actuación articulada del Tesoro y del Banco de España facilitó esa transmisión.

Desde el inicio de la fase de descenso de los tipos de interés nominales, en junio de 1987, hasta el final de la misma (véase gráfico III-9), el tipo de la subasta de préstamos del Banco de España se redujo en

9 puntos y el relativo a las cesiones de letras a tres meses cayó cerca de 8 puntos. En cuanto a los tipos de interés de los títulos emitidos por el Tesoro, el correspondiente a las letras a un año descendió en torno a los 5 puntos y, el tipo efectivo de los bonos del Estado a tres años disminuyó alrededor de 3,5 puntos. Como puede observarse, el recorte de tipos fue inversamente proporcional al plazo de emisión de los distintos instrumentos, lo que favoreció el retorno a una pendiente positiva de la curva de rendimientos por plazos, que había presentado un trazado invertido desde las perturbaciones de la primera mitad de 1987.

Esta caída de los tipos de interés de intervención y de las emisiones del Tesoro se transmitió, con bastante rapidez, a los tipos negociados en el mercado interbancario; aunque es importante señalar que, en las operaciones de plazo superior a la semana, el descenso se interrumpió más pronto. Los tipos de inte-

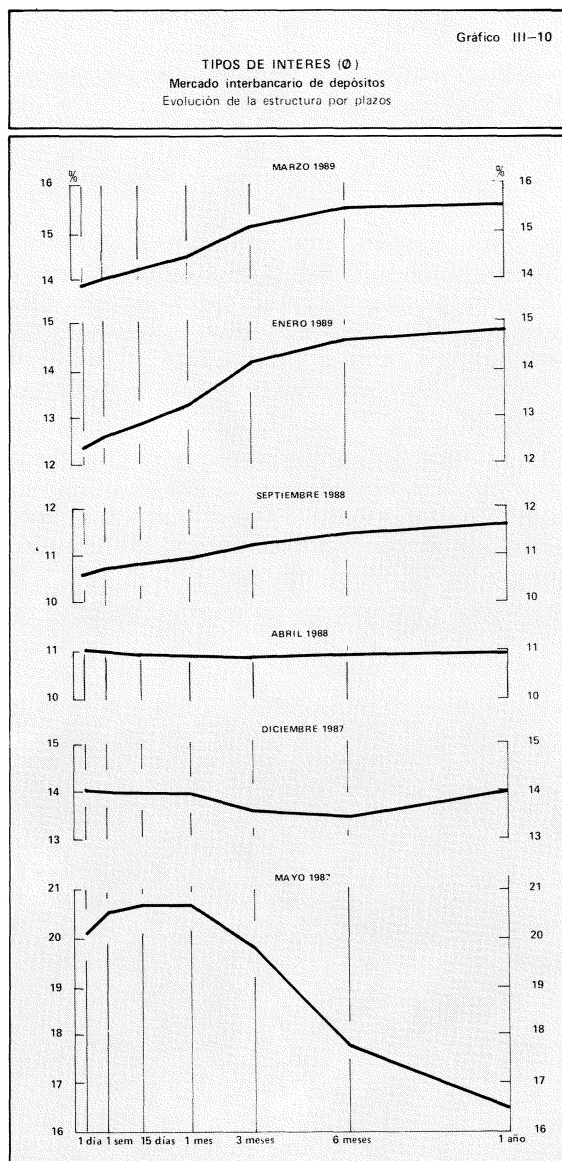
Gráfico III-9



rés a un día del mercado interbancario de depósitos se redujeron en 10 puntos, mientras que el descenso de las operaciones a plazo de uno, tres y seis meses fue de alrededor de 10 puntos, 9 puntos y 7 puntos, respectivamente. En julio y agosto los tipos de interés a estos plazos tomaron, de nuevo, una tendencia alcista, en tanto que los del Banco de España y los del Tesoro continuaron estancados en los bajos niveles alcanzados con anterioridad. En un contexto en el que persistía la presión alcista sobre la peseta, se mantenían las expectativas de desaceleración de la actividad productiva y el Tesoro había conseguido emitir cantidades netas muy elevadas de títulos en los primeros meses del año, las autoridades prefirieron mantener la estabilidad de los tipos de interés. El Tesoro únicamente realizó ligerísimas subidas escalonadas entre abril y agosto que totalizaron 0,4 puntos para las letras del Tesoro y cerca de 1 punto para los bonos a tres años.

Desde el inicio de la nueva fase restrictiva, al comienzo del último cuatrimestre de 1988, hasta finales de marzo de 1989, los tipos de interés de la subasta de préstamos y de cesión temporal de letras a tres meses se han elevado 3,375 y 3 puntos porcentuales, respectivamente, en tanto que el alza del tipo de emisión de las letras del Tesoro a un año ha sido de 4 puntos y la correspondiente a los bonos del Estado a tres años de 2,25 puntos. De nuevo, los movimientos de los tipos de interés de los títulos públicos emitidos por el Tesoro, hasta el plazo de un año, y los del Banco de España se movieron de manera articulada tratando de preservar el orden creciente de su nivel en relación al plazo. La menor subida de la deuda a medio y largo plazo incorporaba el supuesto de una recuperación del ritmo de desaceleración de los precios.

El mercado interbancario estuvo dominado durante todo este período por las expectativas alcistas de tipos de interés y descontó por anticipado las elevaciones decididas por las autoridades. En consecuencia, los tipos negociados en sus operaciones a más largo plazo registraron alzas más acusadas, la posición de la curva de rendimientos por plazos mantuvo constantemente un perfil positivo hasta los seis meses y, en algunos períodos, su pendiente fue muy pronunciada. Entre los seis meses y el año la curva adoptó, frecuentemente, una posición horizontal. Esta evolución de los tipos de interés ha estado condicionada por las expectativas pesimistas sobre el curso de la inflación, por un auge de la actividad interna muy superior al que las autoridades estimaban prudente permitir y por la adopción, en la mayoría de los países desarrollados, de políticas monetarias de sig-



no restrictivo. Tomando como referencia el mercado interbancario de depósitos, las elevaciones de los tipos de interés entre junio de 1988 y marzo de 1989 fueron de 3,5 puntos en las operaciones a un día, y de 4, 4,7 y 5 puntos para las correspondientes a los plazos de uno, tres y seis meses.

Los movimientos señalados de los tipos de interés en los mercados monetarios se transmitieron con prontitud, tanto en la fase de descenso como en la alza, a los mercados secundarios a largo plazo de deuda pública y obligaciones eléctricas. Sin embar-

go, en los mercados de activos y pasivos bancarios su transmisión fue más lenta y menos intensa.

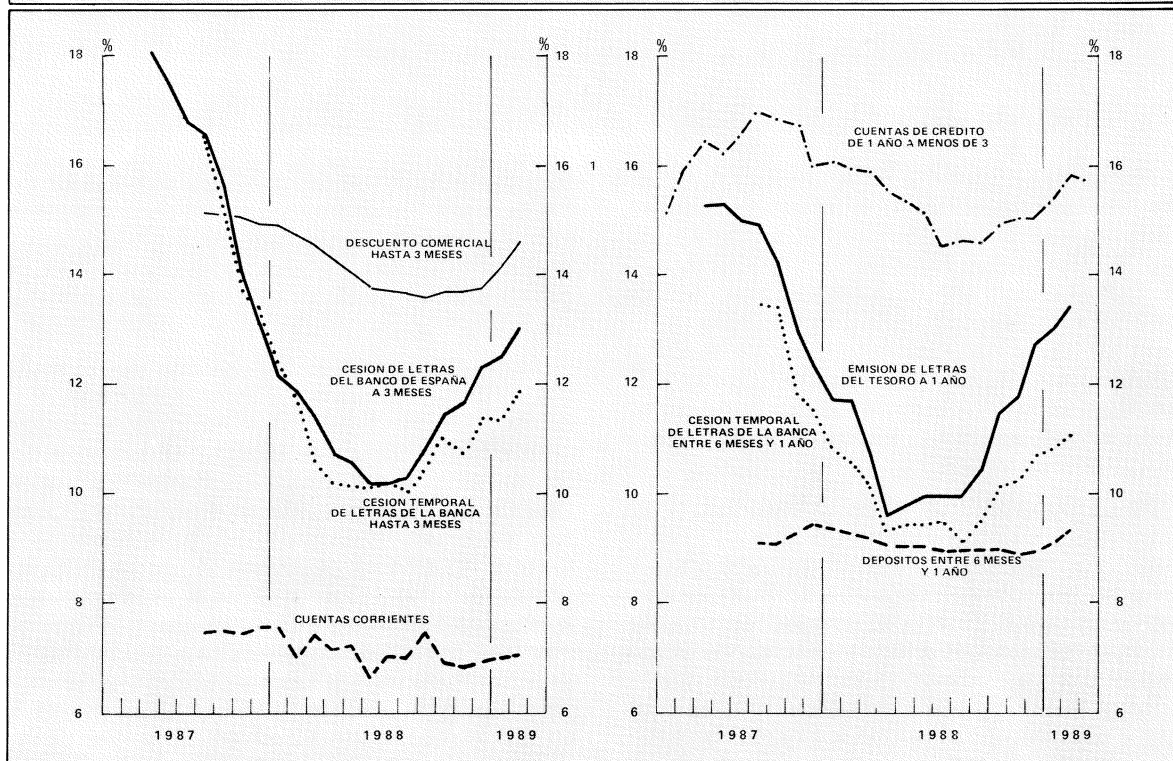
Es normal que los cambios de los tipos de interés de los mercados a corto plazo se reflejen con cierto retraso y con perfiles menos pronunciados en los mercados a medio y largo plazo. Sin embargo, la intensidad y la rapidez de la transmisión dependen en gran medida del grado de integración entre ambos tipos de mercados. Por ello, la coherencia que se ha mantenido a lo largo de 1988 entre los tipos de interés de los instrumentos a corto plazo del Banco de España y del Tesoro, por un lado, y entre los de corto y largo plazo de este último, por otro, han facilitado, notablemente, la traslación de los movimientos en los tipos de intervención decididos por las autoridades monetarias hacia los mercados secundarios de deuda pública a largo plazo. Paralelamente, la creciente amplitud y profundidad de éstos, tras la implantación del sistema de anotaciones en cuenta, han incrementado, a su vez, la competencia que ha ejercido este pasivo público frente a otros instrumentos emitidos en los mercados a largo plazo. Así, en la

fase de descenso, el rendimiento interno de la deuda pública anotada con vencimiento a más de dos años cayó en 4,6 puntos entre junio de 1987 y junio de 1988, elevándose, desde este último mes hasta finales de marzo, en 2,7 puntos. Las obligaciones eléctricas, sin bonificación, a más de dos años redujeron sus tipos de interés en 6 puntos entre junio de 1987 y abril de 1988. Desde entonces hasta marzo de 1989 se han elevado en 2,1 puntos.

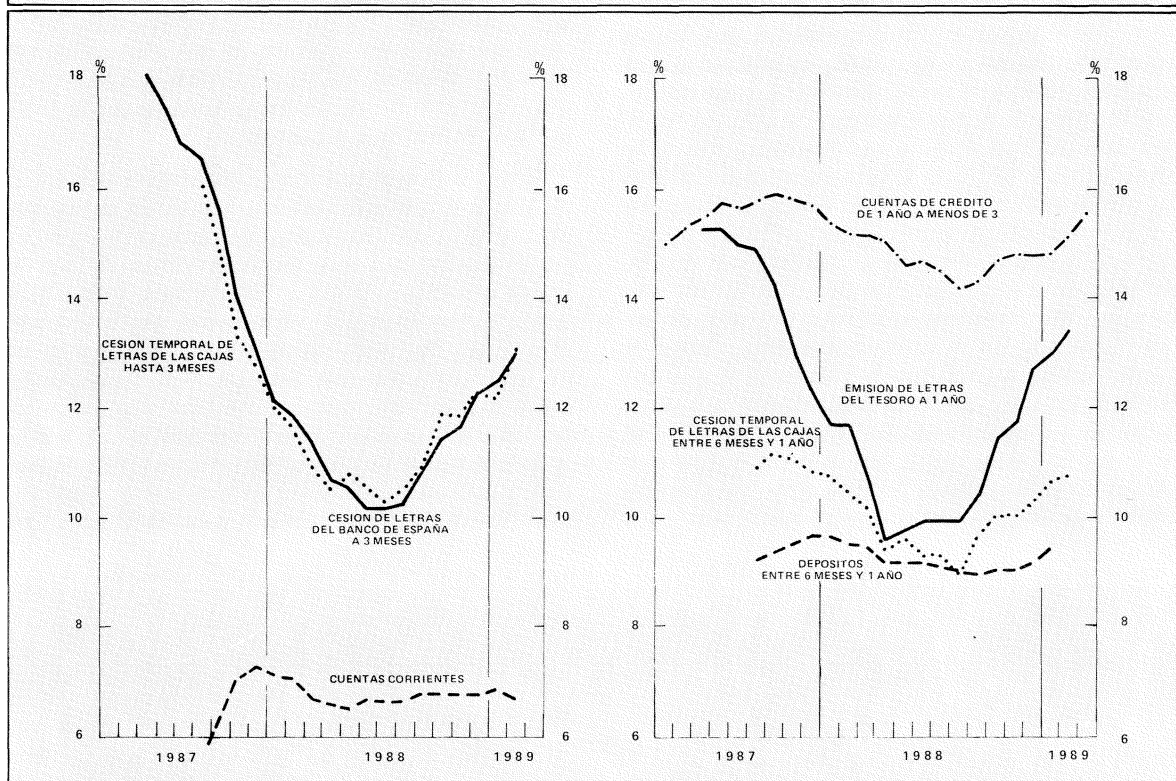
Frente a las oscilaciones, relativamente acusadas, de los tipos de interés de estos mercados, las correspondientes a los créditos y depósitos de las instituciones bancarias fueron menos intensas. Así, en la banca privada, los tipos de los créditos entre 1 y 3 años descendieron 2,4 puntos entre septiembre de 1987 y julio de 1988 y se elevaron en 1,3 puntos entre este último mes y febrero de 1989. En las cajas de ahorro las variaciones fueron aún menores (-1,6 puntos y 0,9 puntos, respectivamente) en el mismo tipo de instrumentos financieros y en los mismos períodos que en la banca, aproximadamente. Los movimientos de los tipos de interés de los depósitos fue-

Gráfico III-11

TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO DE LA BANCA PRIVADA, DEL TESORO Y DEL BANCO DE ESPAÑA



TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO DE LAS CAJAS DE AHORRO, DEL TESORO Y DEL BANCO DE ESPAÑA



ron de menor amplitud que los de los créditos, en ambos tipos de instituciones. La débil competencia que, hasta el presente, han ejercido otros activos alternativos y determinadas características de la estructura de captación de fondos e inversión de recursos de las entidades bancarias, que seguidamente se comentarán, han amortiguado el impacto de la política monetaria aplicada por las autoridades sobre los mercados de activos y pasivos bancarios tradicionales. El análisis del cuadro III-2 y los gráficos III-11 y III-12 apoyan esta afirmación.

Tras la fuerte caída del rendimiento explícito de los pagarés del Tesoro, a raíz de la promulgación de la Ley 14/1985 sobre fiscalidad de los activos financieros y hasta la aparición de la letra del Tesoro y de la regulación de las operaciones de cesión temporal de deuda anotada, a mediados del pasado año, puede decirse que no existieron instrumentos alternativos, suficientemente atractivos para el público, que ejerciesen una clara competencia a los depósitos bancarios. Únicamente, el mercado de pagarés de empre-

sa desempeñó, en algunos períodos, esta función de competencia. Tal situación, permitió a las entidades bancarias mantener un elevado grado de aislamiento en las rentabilidades de sus depósitos frente a los tipos de interés negociados en los mercados monetarios.

La liberalización de los tipos pasivos a corto plazo y la ampliación del mercado de letras del Tesoro y deuda pública han contribuido, sin duda, a atenuar el aislamiento señalado de los tipos de los depósitos. Sin embargo, el proceso de interconexión entre los mercados monetarios y de depósito está llevándose a cabo con gran lentitud debido, principalmente, a los factores siguientes: por un lado, al importante peso relativo que, sobre todo en las cajas, mantienen aún los depósitos de ahorro que, en principio, son menos sensibles a los tipos de interés; por otro, al hecho, ya mencionado en el epígrafe anterior, de que el mayor volumen de letras del Tesoro en poder del público está representado por cesiones temporales de las entidades bancarias, lo que permite a estas institu-

ciones negociar las rentabilidades de las cesiones temporales de letras a tipos inferiores a los resultantes en las emisiones (véanse los gráficos III-11 y III-12), especialmente en las fases alcistas de los tipos de interés. De este modo parece deducirse que la competencia de este instrumento frente a los depósitos bancarios es relativamente menor de la que cabría suponer al observar los tipos de emisión de los títulos. El diferencial entre los mercados monetarios y de depósitos se agudiza, lógicamente, en las fases restrictivas de la política monetaria en las que las entidades tratan de minimizar el encarecimiento de su pasivo. Esta es una de las razones que han debilitado, a su vez, la transmisión de las alzas en los tipos de interés practicadas por las autoridades a la rentabilidad del crédito bancario.

Para obtener una visión más completa del conjun-

to de factores que han obstaculizado la elevación de la rentabilidad de la financiación crediticia al sector privado tiene interés examinar otros aspectos de la estructura del balance de las entidades bancarias. En el cuadro III-2, puede observarse, en primer lugar, que los préstamos de regulación monetaria constituyen un porcentaje muy pequeño de la financiación total de las distintas instituciones. Su encarecimiento incidirá, por tanto, únicamente sobre una pequeña proporción de recursos bancarios. En segundo lugar, la banca privada ha venido obteniendo, en los últimos años, un volumen importante de recursos financieros del sector no residente, dados los menores tipos de interés que han estado vigentes en los mercados exteriores. En tercer lugar, aunque las cajas de ahorro han recurrido sólo de forma marginal a la financiación exterior, su posición tradicionalmente acreedora en el mercado interbancario les ha permitido soslayar, en

CUADRO III-2

ESTRUCTURA DEL BALANCE DE LA BANCA PRIVADA Y LAS CAJAS DE AHORRO
(Eliminada la financiación intercambiada dentro de la misma clase de instituciones)
(Balance medio)

Porcentajes

	BANCA PRIVADA			CAJAS DE AHORRO		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
ACTIVO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Crédito al sector privado en pesetas	42,5	42,5	43,0	33,9	36,2	37,8
Cartera de valores	22,5	23,0	21,8	28,4	28,0	29,0
Públicos (1)	20,4	20,8	19,2	20,9	21,7	23,9
Privados	2,1	2,2	2,6	7,5	6,3	5,1
Intermediarios financieros	9,1	10,8	11,4	21,4	20,4	18,5
Banco de España	6,6	8,3	8,7	11,4	12,4	10,9
Otros	2,5	2,5	2,8	10,0	8,0	7,6
No residentes	12,0	10,6	9,0	0,7	0,9	0,8
Activo real	2,3	2,0	2,3	4,8	4,3	3,9
Resto	11,6	11,1	12,5	10,8	10,2	10,0
PASIVO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Sector privado	53,3	54,5	53,7	76,0	76,7	75,6
Depósitos	41,9	39,5	38,8	63,9	62,1	58,1
Cesión temporal de títulos públicos	8,0	10,8	11,9	2,9	3,0	6,1
Otros	3,5	4,1	3,0	9,2	11,7	11,4
Intermediarios financieros	13,2	11,4	10,3	2,3	1,7	1,5
Banco de España	4,4	3,7	3,1	0,5	0,3	0,2
Préstamos de regulación	(1,5)	(0,9)	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,2)
Otros	(2,9)	(2,8)	(2,6)	(—)	(—)	(—)
Otros	8,8	7,7	7,2	1,8	1,4	1,3
No residentes	11,9	12,2	12,7	1,9	2,0	2,1
Cuentas de capital	9,4	9,7	11,1	9,2	9,8	10,2
Resto	12,2	12,2	12,2	10,6	9,8	10,6

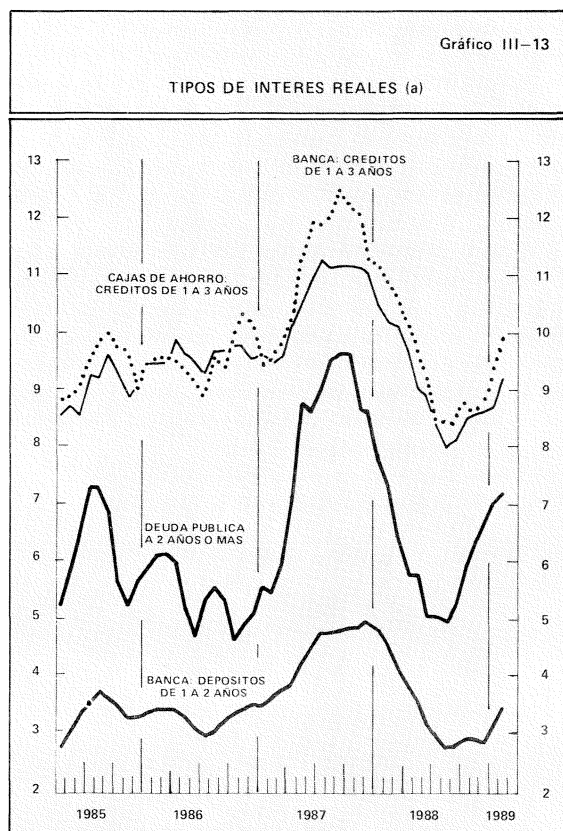
(1) Incluye el saldo de cédulas para inversión.

parte, la elevación de los tipos de interés de sus créditos al sector privado, compensando el progresivo encarecimiento de su pasivo con las mayores rentabilidades obtenidas por sus préstamos a la banca. Y, finalmente, tanto las cajas de ahorro como la banca privada, especialmente esta última, han registrado en 1988 un crecimiento muy importante en sus cuentas de capital, lo que les ha proporcionado recursos adicionales independientes a los incluidos en el agregado objeto de control monetario. Todos estos factores han frenado los efectos de las restricciones monetarias sobre el coste del crédito disponible para el sector privado. En estas circunstancias, las medidas complementarias adoptadas a principios de febrero, dirigidas a restringir el recurso al endeudamiento exterior de la banca privada y a encarecer una porción importante del activo de todas las entidades, al elevar el tramo no remunerado del coeficiente de caja, contribuirán, probablemente, a reducir estas resistencias.

Conviene finalizar este epígrafe sobre el análisis de los tipos de interés en 1988, dedicando en breve comentario a la evolución de los tipos de interés reales en los mercados interiores y a su comparación con los observados en otros países, que se han representado en los gráficos III-13 y III-14.

La imposibilidad de conocer con precisión la tasa esperada de inflación que, con carácter más general, incorporan los agentes económicos en sus decisiones es una dificultad latente siempre en el cálculo de los tipos de interés reales. Este obstáculo se acrecienta cuando el proceso inflacionista experimenta cambios de tendencia importantes como ha ocurrido en 1988. De cualquier forma, se estima que, en el pasado año, el perfil de la mayoría de los tipos de interés reales ha estado dominado por el de los correspondientes tipos nominales, dadas las variaciones, relativamente acusadas, que éstos registraron.

El diferencial entre los tipos de interés reales españoles y los correspondientes a otros países evolucionó, en 1988, de forma divergente respecto a la trayectoria seguida el año anterior. En la segunda mitad de 1987 el fuerte descenso de los tipos de interés nominales españoles determinó un elevado grado de convergencia entre los tipos reales interiores y exteriores. Como resultado de este proceso, a mediados de 1988, las diferencias llegaron a hacerse nulas, e incluso a invertir su signo en algunos casos, en el conjunto de países con condiciones económicas y financieras más similares a las españolas. Sin embargo, las subidas de tipos nominales en el mercado nacional, en los últimos meses de 1988, ha sobrepasa-



(a). Calculados como diferencia entre los correspondientes tipos nominales y la T_{12}^{12} del Índice de Precios al Consumo adecuadamente centrada. Los 11 últimos datos son predicciones.

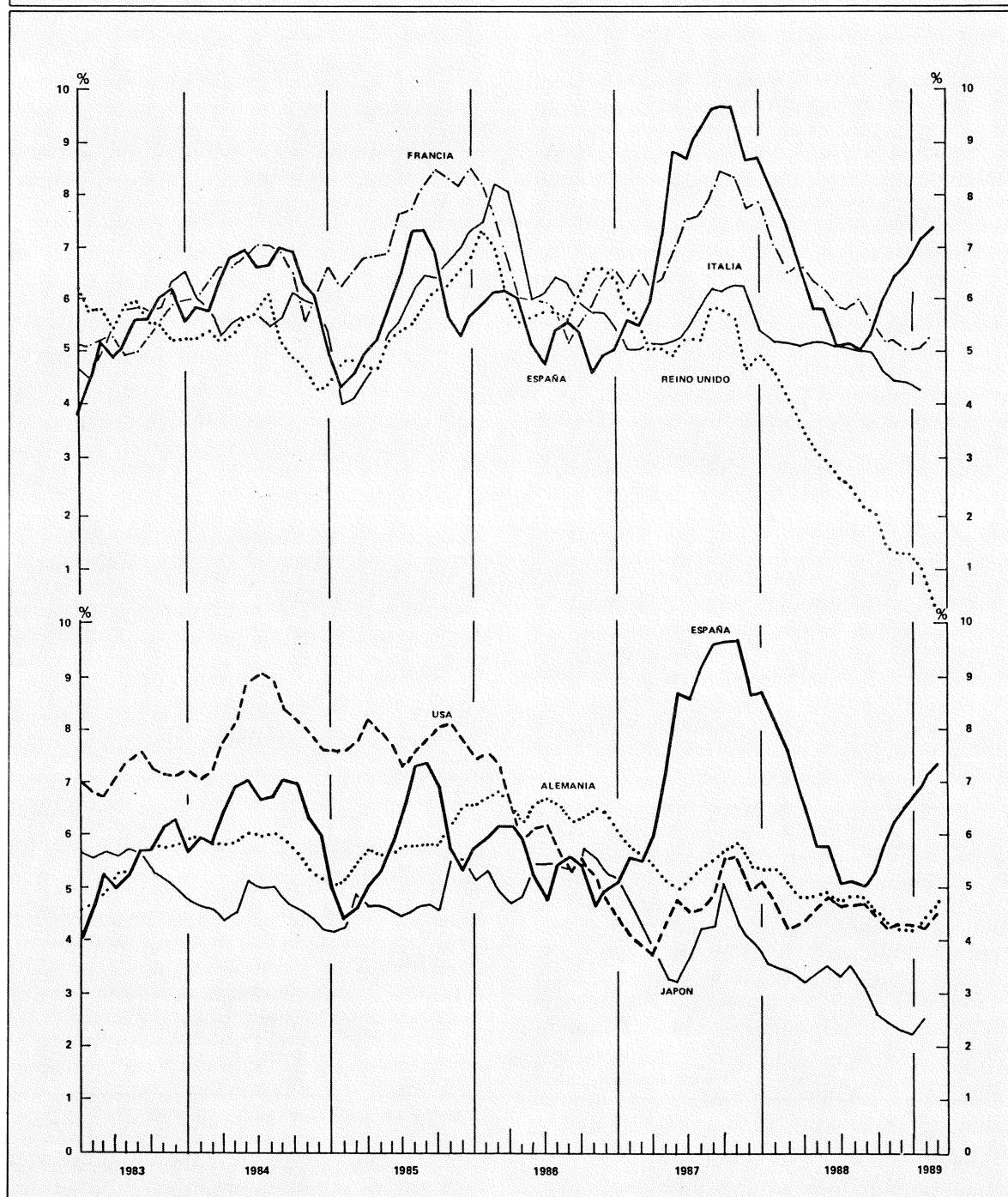
do las elevaciones que, desde comienzos del verano, registraron los tipos nominales exteriores ampliándose, nuevamente, el diferencial de los tipos reales.

4. LA VERTIENTE EXTERIOR DE LA POLITICA MONETARIA

La política monetaria diseñada para 1988 perseguía, en su vertiente exterior, evitar grandes variaciones del tipo de cambio de la peseta frente al conjunto de las monedas de la Comunidad Económica Europea. En concreto, la pérdida de competitividad exterior de las empresas españolas como consecuencia de la apreciación real de la moneda experimentada en los dos años anteriores, aconsejaba evitar una subida adicional que pudiera deteriorar el saldo de intercambios comerciales con el exterior.

El Banco de España, sin embargo, era consciente del posible conflicto entre dicho objetivo y una política

TIPOS DE INTERES REALES A LARGO PLAZO (a)



(a). Tipos reales ex-post obtenidos como diferencia entre tipos nominales y la variación del Índice de Precios al Consumo en los últimos doce meses (T_{12}^1).

ca monetaria necesariamente prudente, tendente a reducir el diferencial de inflación con la CEE, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna. La incompatibilidad entre los niveles de tipos de interés exigidos por ambos objetivos había constituido el principal problema de instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria en 1987, y la experiencia de ese año —realimentación especulativa de las subidas de tipos de interés sobre el tipo de cambio, fuerte acumulación de reservas y dificultades para su esterilización— aconsejaba una política prudente y flexible. Prudente porque, si bien había que asumir la imposibilidad de evitar completamente dicho conflicto, era aconsejable mantenerlo en unos términos manejables, evitando el planteamiento de objetivos manifestamente incompatibles; flexible, porque el difícil equilibrio perseguido sólo era alcanzable renunciando al cumplimiento estricto de dichos objetivos en el muy corto plazo. Por último, el banco emisor también percibía que una política de esas características iba a requerir, probablemente, la utilización de instrumentos distintos de la manipulación de los tipos de interés a corto plazo o las intervenciones directas en los mercados de divisas, como, por ejemplo, medidas transitorias de control de cambios.

Se consideraba verosímil que se mantuviesen las presiones al alza sobre el tipo de cambio de la peseta en 1988, como consecuencia de la persistencia de fuertes entradas netas de capital extranjero. Pero, al mismo tiempo, la programación monetaria para el año incorporaba el supuesto de una gradual normalización de los diferenciales de tipos de interés frente al exterior que, combinada con un déficit comercial creciente, iría reduciendo la presión sobre la peseta en los mercados de divisas.

En términos generales, puede afirmarse que la evolución de la cotización de la peseta en 1988 ha respondido a dichas expectativas, si bien se ha visto afectada por importantes elementos de inercia que han aflorado en forma de pertinaces tensiones en los mercados de divisas, de carácter similar a las del año anterior, aunque de menor intensidad. Ante estos conflictos recurrentes, el Banco de España reaccionó introduciendo —en algunos periodos— medidas adicionales de restricción a los movimientos de capitales, al tiempo que la política cambiaria evolucionó gradualmente, a lo largo del año, hacia una menor intervención en los mercados de divisas y una mayor tolerancia en los márgenes de fluctuación del tipo de cambio de la peseta.

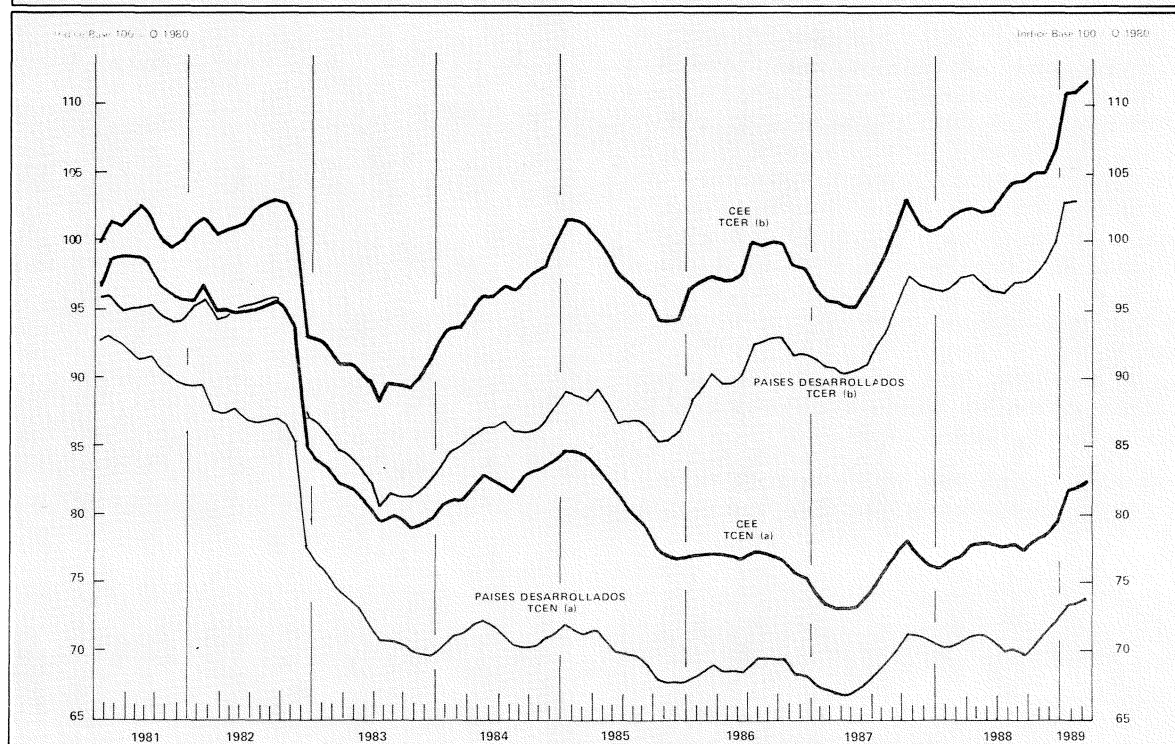
El resultado global de todos estos factores ha sido una apreciación nominal de la peseta, para el conjunto del año, del 4,7 % frente al marco alemán y del

3,9 % frente a la media de la CEE. En relación con el dólar —moneda que, en el conjunto del ejercicio, experimentó una notable fortaleza frente a la mayor parte de las divisas— la peseta se depreció un 2,6 %. La subida del índice de tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados fue del 2,1 %. Este aumento de su valor relativo, en términos nominales, combinado con un deterioro del diferencial de inflación frente a los principales países, se tradujo en una pérdida adicional de competitividad de los productos españoles que, medida por los precios al consumo, fue del 6,4 % frente a la CEE y del 4,1 % frente al grupo de países desarrollados. El ascenso del índice de tipo de cambio efectivo real de la peseta en los últimos años coloca este indicador en niveles elevados en comparación con la experiencia reciente: en diciembre de 1988, el tipo de cambio real frente a la CEE, medido con precios al consumo, se situaba un 9,6 % por encima de la media del período 1980-1987 (véase gráfico III-15). Si se mide con costes unitarios del trabajo, la apreciación real de la peseta en los últimos años es inferior (el valor del índice se situaría, en 1988, un 4 % por encima de la media del período 1980-87).

Las reservas de divisas aumentaron en algo menos de 10.000 millones de dólares, situándose, al cierre de 1988, cerca de 40.000 millones de dólares. Este notable crecimiento fue, sin embargo, inferior al registrado en 1987 (14.171 millones de dólares) y, lo que es más significativo, se concentró en la primera mitad del año, según puede observarse en el gráfico III-16 (7.554 millones de dólares). Estas diferencias reflejan, por una parte, una tendencia a la disminución de las presiones al alza sobre el tipo de cambio de la peseta a lo largo 1988 y, por otra, una cierta alteración en la política cambiaria del Banco de España, que optó, en los últimos meses del año, por una cotización más firme de la divisa y un menor ritmo de adquisición de reservas.

Según se desprende del gráfico III-17 el diferencial de tipos de interés entre España y los principales países experimentó una apreciable disminución en 1988, en comparación con los niveles anormalmente elevados observados el año precedente: medido por la diferencia entre el interbancario español a 3 meses y la media de las seis principales divisas en el euromercado al mismo plazo, pasó de 9,2 puntos, en media anual, en 1987, a 6 puntos de 1988. No obstante, el ascenso de los tipos interiores en la segunda mitad de 1988 supuso una nueva ampliación del diferencial, que se situó, en diciembre, en 6,6 puntos, tan sólo 1,3 puntos por debajo del nivel alcanzado un año antes.

INDICES DE COTIZACION DE LA PESETA



(a). Tipo de cambio efectivo nominal. Media geométrica, ponderada por la media del comercio exterior español del período 1979 - 1981, de las variaciones de la cotización al contado de la peseta, frente a las monedas que lo componen.

(b). Tipo de cambio efectivo real. Resultado de multiplicar el índice de precios al consumo relativo, entre España y los países correspondientes a cada grupo indicado, por el índice tipo de cambio efectivo de la peseta.

La evolución del mercado de la peseta durante el año atravesó por diversos periodos en función de la situación de los mercados financieros internacionales —y, en especial, de las vicisitudes del dólar—, del contexto general de la economía española y de las actuaciones de las autoridades con vistas a alcanzar sus objetivos monetarios y sus referencias de tipo de cambio.

Como ya se ha señalado, al comenzar el año 1988, la economía internacional se encontraba aún bajo los efectos de la crisis bursátil de octubre de 1987. Los principales países practicaban políticas monetarias relativamente permisivas. Al mismo tiempo, tanto las autoridades como los propios mercados eran muy sensibles a la evolución de los desequilibrios corrientes, y a su efecto sobre los mercados cambiarios que, en el último trimestre de 1987, registraban una fuerte caída del dólar. En este contexto, la divisa norteamericana experimentó una tendencia a la recuperación

al comenzar el año que, en aquel momento, fue acogida con cierto escepticismo.

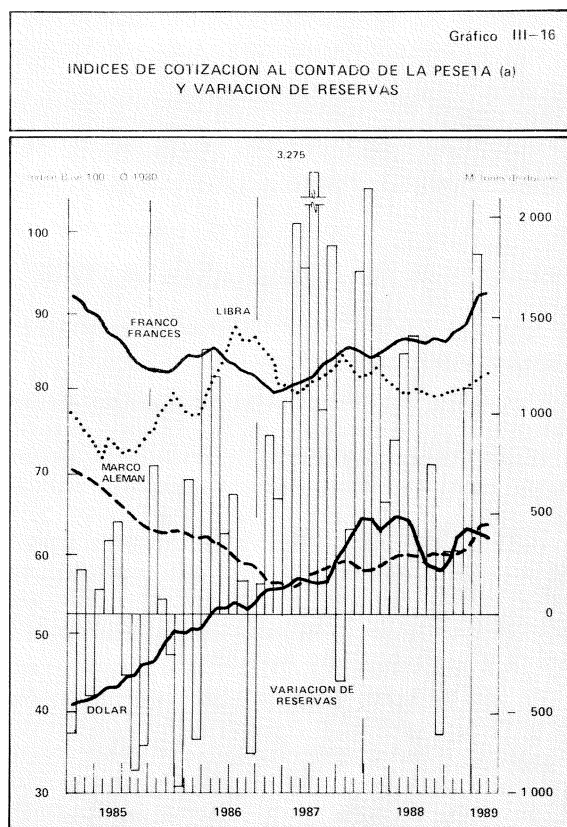
En España, los diferenciales de tipos de interés frente a las principales divisas eran todavía muy favorables a la inversión en activos denominados en pesetas, y ello se reflejaba en una notable presión al alza sobre su cotización. El Banco de España, ante la escasa confianza en las señales suministradas por el ritmo de crecimiento de los ALP, prestaba una atención preferente, en estos primeros meses del año, al nivel de los tipos de interés, a su estructura temporal y al propio tipo de cambio.

En este contexto, la liberalización, a principios del año (11 de enero), del endeudamiento en divisas del sistema bancario generó cuantiosas entradas de capitales por esta vía. El Banco de España intentó mantener estable la cotización de la peseta frente al marco, interviniendo masivamente en los mercados de divisas y acumulando reservas por importe superior a

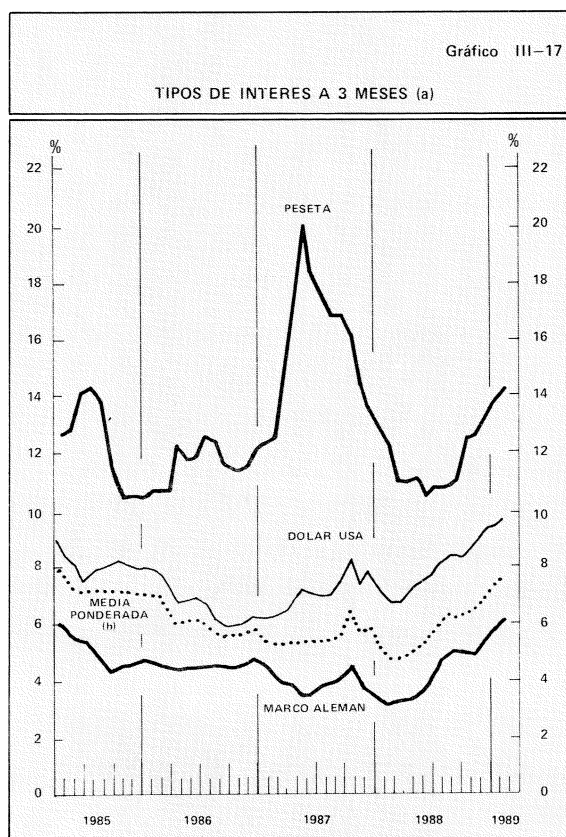
los 3.000 millones de dólares hasta que, el 10 de febrero, decidió establecer nuevos límites al descenso de la posición de contado vencida del sistema bancario.

Esta medida, junto con el gradual acercamiento entre los tipos de interés españoles y extranjeros, alivió en cierta medida las presiones alcistas sobre el tipo de cambio, aunque éstas no desaparecieron completamente. En los meses de marzo y abril, el Banco permitió que la peseta se apreciara ligeramente frente al marco, sin apenas intervenir en los mercados de divisas. Hay que señalar, sin embargo, que la menor presencia del banco emisor en el mercado de divisas fue, en parte consecuencia de la reforma (en el mes de febrero) del sistema de intervención, mediante el cual el Banco de España, en lugar de ofrecer contrapartida automáticamente a los precios de intervención, opera discrecionalmente tan sólo cuando las paridades alcanzan ciertos límites.

En los meses de mayo y junio fue cobrando vigor la vacilante tendencia al alza del dólar, que se tradu-



(a). Índices de la media mensual de los datos diarios de los cambios oficiales comprador y vendedor, respecto de los cambios medios de 1980.



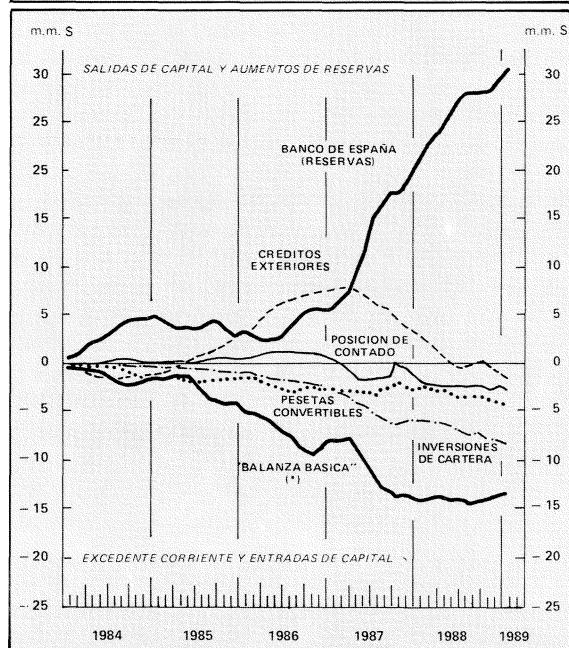
(a). Los tipos exteriores son los aplicados en la toma de depósitos en el mercado interbancario de Londres. Los tipos de la peseta corresponden a los depósitos interbancarios.
(b). Tipo de interés medio, ponderado por la deuda exterior de España, del dólar USA, Marco alemán, Franco suizo, Franco francés, Libra esterlina, Yen japonés y ECU.

jo en un especial deterioro de la cotización del marco alemán. El Banco de España se resistió a aceptar una apreciación de la peseta frente a la divisa alemana que consideraba transitoria y poco fundamentada, con el resultado de un nuevo aumento de las reservas de divisas. Esta situación condujo a la adopción de nuevas medidas de restricción de las entradas de capitales extranjeros, que, en este caso, afectaron a los préstamos financieros recibidos del exterior (1). Estos venían experimentando un alarmante acortamiento de los plazos, que indicaba su utilización en operaciones de arbitraje de tipos de interés. Por ese motivo, la medida señalada amplió de 1 a 3 años la vida media mínima de los préstamos financieros exteriores no necesitados de autorización administrativa, manteniendo el importe máximo de este régimen automático en 1.500 millones de pesetas (véase gráfico III-18).

(1) CBE 6/1988, de 10 de junio.

Gráfico III-18

BALANZA DE PAGOS:
DESGLOSE DE ALGUNAS PARTIDAS SELECCIONADAS
 (Flujos acumulados de todo el período)



(*) Comprende: saldo por cuenta corriente, créditos exteriores, capital público, capital a corto plazo, capital a largo plazo de España al exterior e Inversiones exteriores privadas a largo plazo.

Entretanto, proseguía la moderada tendencia a la baja de los tipos de interés interiores que, combinada con el ascenso de los tipos extranjeros, a partir del segundo trimestre del año, había dado lugar a un sensible acortamiento de los diferenciales de tipos de interés frente a las principales divisas en los meses del verano: en agosto, el diferencial a 3 meses entre España y la media ponderada de las 6 divisas más importantes se situaba en 4,4 puntos, 3,5 puntos por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 1987, y 3,3 puntos por debajo del promedio del período 1983-1987. Esta evolución, junto con la efectividad de las restricciones al endeudamiento en moneda extranjera, dio lugar, en los meses del verano, a un cambio sustancial en la situación y expectativas de la peseta. Pese al carácter estacionalmente expansivo de dicho período, las reservas apenas aumentaron en el período julio-septiembre, y el tipo de cambio experimentó incluso una ligera depreciación. Al cierre del tercer trimestre parecía que la política de descenso de los tipos de interés, junto con un manejo más flexible de su cotización, había terminado por eliminar las presiones especulativas recurrentes sobre la peseta,

que tanto habían perturbado la instrumentación de la política monetaria en sus vertientes interior y exterior.

Sin embargo, la evolución del cuarto trimestre iba a poner de manifiesto lo efímero de ese aparente equilibrio. Como ya se ha explicado reiteradamente a lo largo de este Informe, diferentes factores indujeron al Banco de España a endurecer el tono de la política monetaria y a elevar sus tipos de intervención en los mercados monetarios, hasta situarlos, en diciembre, en un nivel muy similar al registrado un año antes. Pese al alza de los tipos exteriores, el diferencial a favor de la peseta se amplió nuevamente (6,6 puntos en diciembre), y los mercados volvieron a volcarse hacia la compra de pesetas. El Banco de España decidió, en estos últimos meses del año, permitir una ligera apreciación frente al marco, y tan sólo intervino con cierta intensidad en los mercados de divisas en el mes de diciembre.

En los primeros meses de 1989, se agudizaron nuevamente las fricciones entre los objetivos de equilibrio interno y externo. El rápido ascenso de la tasa de inflación observada y el desbordamiento de los objetivos monetarios han exigido elevaciones de los tipos de interés que, aunque han coincidido con movimientos similares en los principales países, han sido particularmente intensas en el caso de España, traduciéndose en un nuevo aumento de los diferenciales de tipos de interés y en la afloración de presiones al alza sobre el tipo de cambio de la peseta. El Banco de España ha reaccionado permitiendo una sustancial apreciación frente al marco (del orden del 4 % en el primer trimestre), al tiempo que se intervenía cuantiosamente en los mercados de divisas. Adicionalmente, las autoridades han adoptado medidas que, por una parte, pretenden reducir el ritmo de crecimiento monetario, eludiendo afectar directamente a los tipos de interés del mercado monetario (aumento del coeficiente de caja), y, por otra, persiguen un encarecimiento de la toma de recursos en moneda extranjera que desaliente esta vía de entrada de capitales (depósitos no remunerados sobre el endeudamiento en divisas de las entidades delegadas y de las empresas no financieras).

En definitiva, la evolución de la peseta en 1988 y en los primeros meses de 1989 ha puesto de manifiesto la persistencia de las fricciones entre los objetivos de la política monetaria y la estabilidad del tipo de cambio. La necesidad de aproximar el ritmo de crecimiento de los precios al de los países de la CEE impone un nivel de tipos de interés que favorece la entrada de capital especulativo y provoca una tendencia a la apreciación a corto plazo. Pero, por otra

parte, el fuerte crecimiento económico y las propias tensiones inflacionistas que lleva aparejadas, determinan un deterioro de los «fundamentos» de la paridad cambiaria a largo plazo. Esta situación conduce a un alejamiento progresivo entre la evolución efectiva de la cotización y su tendencia a largo plazo, que es especialmente costoso en un período de integración económica y financiera en la Comunidad Económica Europea, con rebajas de aranceles y liberalización de los movimientos de capitales. Las medidas de control de cambios atenúan el alcance de dicho conflicto, pero tienen, necesariamente, un carácter transitorio, y su utilidad se limita a proporcionar un margen de maniobra para abordar los desequilibrios subyacentes mediante medidas de mayor calado, que exigen, por lo general, una combinación diferente de las distintas ramas de la política económica, como se expondrá en el epígrafe 6 de este capítulo dedicado a la política monetaria.

5. PROBLEMAS E INNOVACIONES EN LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA

La instrumentación de la política monetaria durante 1988 enlaza con la práctica que el Banco de España ha venido desarrollando en los últimos años mediante la cual ha intentado conciliar la exigencia de mantener un alto nivel de disciplina monetaria con la utilización de formas más flexibles de intervención en los mercados interbancarios de depósitos y de deuda pública. Este compromiso ha sido el resultado, por un lado, de los profundos cambios que se han experimentado en el entorno económico-financiero, que han hecho que resulten cada vez menos adecuados los esquemas rígidos de control a corto plazo, basados en objetivos muy estrictos de cantidad de dinero; y, por otro, del papel preponderante que ha desempeñado la regulación de la liquidez para moderar la expansión del gasto, en una coyuntura en la que se ha intensificado las tensiones inflacionistas.

El esquema tradicional de seguimiento de objetivos cuantitativos en dos niveles —en el que el agregado ALP constituye la referencia intermedia, y los activos de caja del sistema bancario la variable instrumental—, ha ido haciéndose cada vez más vulnerable, especialmente en su operatividad a corto plazo, ante la aparición de distintos fenómenos que han alterado los mercados financieros y la respuesta de los distintos agentes a las actuaciones del Banco de España.

Entre los fenómenos que han inducido al banco emisor a interpretar con mayor discrecionalidad la evolución de las magnitudes monetarias y a practicar una alta flexibilidad en la conducción del control monetario hay que destacar, en primer lugar, la pérdida de contenido informativo del agregado, sobre todo en lo que se refiere a su capacidad para emitir señales fiables sobre el curso de la demanda de gasto en períodos cortos de tiempo. La sensibilidad cada vez mayor de los ALP al tipo de interés propio, el aumento dentro de la magnitud de la proporción de activos que se negocian en mercados ágiles y que poseen una alta liquidez, y la creciente sustituibilidad entre una amplia gama de instrumentos financieros, en un contexto en el que las características de inversión y medio de pago de los distintos activos tienden a difuminarse, son factores que hacen aumentar la sensibilidad de la cantidad de dinero a perturbaciones de naturaleza financiera, que distorsionan los movimientos de las magnitudes monetarias asociados a cambios en los ritmos de actividad.

Si bien el comportamiento de los ALP durante 1988 ha sido más estable que en años anteriores, como se ha señalado en los epígrafes anteriores, la posibilidad de que su evolución estuviera afectada por elementos «irregulares» no ha podido descartarse sistemáticamente en la evaluación de sus cambios de tendencia a corto plazo. Así, en los últimos meses del año y en el inicio de 1989, ha sido difícil establecer una vinculación directa entre las mayores tasas de expansión de los ALP y una aceleración del gasto nominal, puesto que se ha registrado, simultáneamente, una perturbación financiera que ha derivado en un incremento de la demanda de ALP, como resultado de la pérdida de opacidad fiscal de las «primas únicas» emitidas por las entidades aseguradoras.

La merma de capacidad de predicción de los términos del multiplicador que liga ALP con la variable instrumental constituye un segundo factor que ha incidido en la tendencia a aceptar mayores desviaciones con respecto a las sendas decenales de activos de caja. En el origen de este fenómeno se encuentran modificaciones tanto en el comportamiento del público como de los intermediarios financieros.

El público ha tendido últimamente a alterar con más frecuencia sus decisiones de cartera, en respuesta a variaciones en la rentabilidad y fiscalidad de los distintos activos financieros, o como consecuencia de la revisión de sus expectativas sobre el curso futuro de la economía, lo que ha introducido una mayor irregularidad en la evolución de las series monetarias. Este hecho, no sólo ha hecho menos fiable la utilización de métodos de predicción que se basan

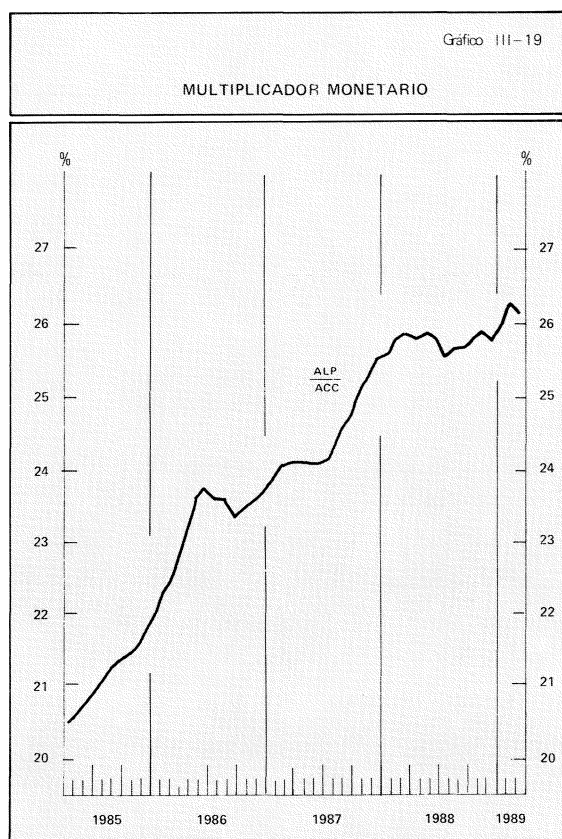
en la réplica de pautas de comportamiento estables, sino que ha dificultado la extracción del patrón estacional de los agregados monetarios, con lo que se ha resentido la capacidad para cuantificar sus ritmos de expansión en períodos cortos de tiempo.

Los intermediarios financieros, por otro lado, han desarrollado una creciente versatilidad en las formas de captación de su pasivo, con una adaptación muy rápida a los cambios en las condiciones de oferta y demanda de los distintos mercados, y con una tendencia a generar mecanismos de elusión de las normas reguladoras. Este último fenómeno se ha manifestado en el trasvase desde pasivos computables a pasivos no sujetos a coeficiente de caja, como reacción a cambios en el nivel y en el coste de oportunidad del coeficiente; en modificaciones frecuentes de los modos de formalizar las operaciones con no residentes, ante la introducción de controles de cambios, y en el uso de operaciones financieras que poseen un cierto grado de opacidad fiscal.

Como resultado de estas prácticas, se han observado, por un lado, transformaciones bruscas en la estructura de los balances bancarios, y se han intensificado, por otro, los trasvases en las carteras del público. Todo ello ha tenido un efecto muy negativo sobre la predictibilidad de los multiplicadores monetarios. Tampoco ha resultado ajena a esta dificultad para prever el multiplicador la incorporación al denominador del coeficiente de caja de algunas partidas del pasivo bancario —como los saldos en pesetas convertibles y los saldos acreedores pendientes de liquidación— que, debido al papel que desempeñan en la operativa bancaria, presentan una alta variabilidad y no están incluidas en los ALP. Las mejoras introducidas en la rapidez y calidad con que se dispone de información, aunque han compensado parcialmente estas dificultades, no han evitado que resulte problemático evaluar en un horizonte temporal corto determinados movimientos observados en los activos de caja.

La respuesta del Banco de España a estas transformaciones ha consistido en revisar con mayor frecuencia las sendas de liquidez de base del sistema bancario que guían su intervención en los mercados monetarios, incrementar la prudencia en la interpretación de las señales que cabe extraer de los mercados interbancarios y poner un mayor énfasis en evitar cambios bruscos en la oferta de activos de caja que puedan ocasionar turbulencias innecesarias en dichos mercados.

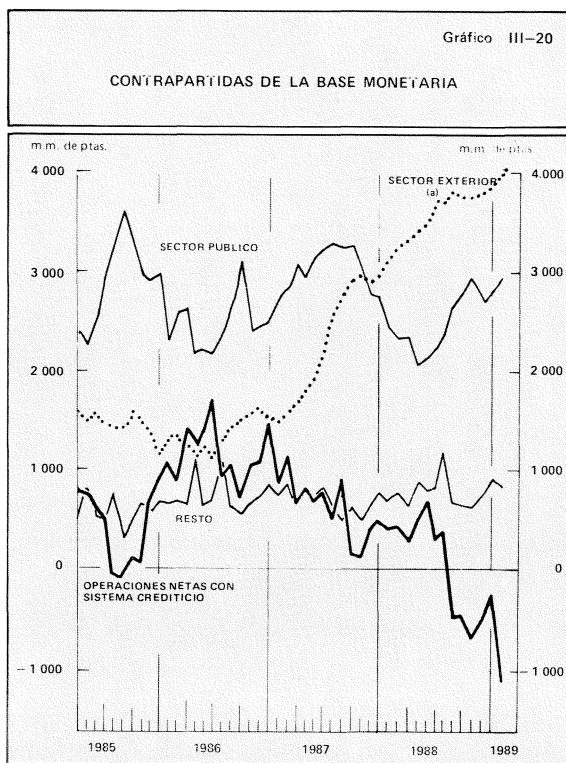
Las fricciones entre la vertiente interior y la vertiente exterior de la política monetaria son un tercer fac-



ACC = ACTIVOS DE CAJA CORREGIDOS
ALP = ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO

tor que ha aconsejado evitar rigideces en el control de la cantidad de dinero en plazos reducidos. Estas tensiones, cuya potencia puede apreciarse a través de las trayectorias divergentes que seguirían a medio plazo las distintas variables monetarias, de optar por un objetivo interno o externo, han terminado derivando en dificultades de instrumentación, cuando las autoridades han intentado conciliar sendas de liquidez y referencias de tipo de cambio inconscientes.

Tal como se ha señalado en el epígrafe cuarto de este capítulo, estas dificultades se han resuelto asumiendo esquemas de actuación flexibles, tanto en los mercados interiores, como en los de divisas. En períodos en los que el Banco de España ha intervenido de forma muy intensa en el mercado cambiario, ha resultado especialmente complicada la esterilización de estas operaciones en los mercados interiores. La creciente integración en los flujos internacionales de capital de los segmentos más cortos de los mercados financieros internos, y la mayor sensibilidad del tipo de cambio de la peseta a los diferenciales de renta-



(a). Ajustado por cambios de valoración del crédito de reservas.

bilidad con el exterior, han tendido a reducir la predisposición del Banco de España a aceptar las fluctuaciones en los tipos de interés que pudieran resultar de un seguimiento relativamente estricto de los objetivos cuantitativos.

Las mayores dificultades del Banco para regular la liquidez de base y su menor disposición a modificar abruptamente los tipos de interés guardan, asimismo, relación con la política de financiación del sector público. El control monetario se ha visto mediatizado por la existencia de un saldo vivo de deuda pública en aumento que, a finales de 1988, se ha situado en niveles elevados —12,5 billones— y que se caracteriza por una alta rotación como resultado de su colocación a muy corto plazo. Cuando la política de financiación del Estado, remisa, en general, a aceptar un aumento del coste de emisión, y los requerimientos monetarios han entrado en abierto conflicto —como ocurrió durante el primer semestre de 1987—, la desconexión entre los tipos de interés del Tesoro y del Banco de España ha conducido a una situación potencialmente peligrosa. Este último se ha visto empujado a asumir la cobertura de una gran parte de las necesidades de endeudamiento del Estado, y esta ta-

rea ha terminado afectando a los mercados monetarios, elevando acusadamente sus tipos de interés e interfiriendo en el proceso de regulación de la liquidez.

En este repaso por los distintos factores que han inducido al banco central a descartar esquemas rígidos de instrumentación, queda por señalar un último elemento. Con la consecución de menores niveles de fluctuación de los tipos de interés —como contrapartida de la mayor flexibilidad en el control de la cantidad de dinero—, el Banco ha intentado que los agentes de los mercados monetarios puedan tomar sus decisiones en un entorno de estabilidad; ha procurado crear las condiciones para una mejor transmisión de los impulsos monetarios y ha tratado de evitar que se desarrollen «círculos viciosos» que terminan conduciendo a resultados indeseables en el proceso de generación de dinero. Esta preocupación por un desenvolvimiento ordenado de los mercados financieros llegó a tener un carácter prioritario durante los primeros meses de 1988. El clima creado por la «crisis bursátil» de noviembre de 1987, y el consiguiente deterioro de las expectativas en un entorno financiero muy sensibilizado ante las fuertes pérdidas de capital que acababan de producirse, llevó al Banco de España a practicar una cierta holgura monetaria y evitar un aumento de las primas de riesgo descontadas por los agentes.

Durante el año 1988, siguió trabajando en el diseño de una técnica de instrumentación que, en la medida de lo posible, constituyera una respuesta eficaz a este conjunto de innovaciones que supusieron restricciones añadidas al control de la liquidez. Aunque a lo largo del ejercicio, el banco emisor tuvo que imprimir dos orientaciones distintas a su política, como ya se ha señalado en los epígrafes anteriores, por encima de estos cambios intentó preservar un esquema flexible de control de los activos de caja, que, llegado el momento, pudiera ser utilizado para llevar a cabo políticas más restrictivas. La experiencia acumulada aconsejó descartar reglas fijas de intervención que supusieran reacciones muy variables en el tiempo, pues, en el contexto en el que han de tomarse las decisiones de control, cargado de incertidumbres y sujeto a los condicionamientos descritos en los párrafos anteriores, resultan, en gran medida, estériles para alcanzar las metas fijadas y suelen generar una fuerte inestabilidad.

En el transcurso del año 1988 y desde la perspectiva del seguimiento de objetivos de cantidades, esta mayor flexibilidad tuvo su reflejo en un control menos estricto de los ALP a corto plazo y, por tanto, en una

tendencia a evitar reacciones bruscas ante perturbaciones transitorias, que hubieran podido ir alejando temporalmente el crecimiento del agregado de los objetivos previstos para el conjunto del año. Así, durante los ocho primeros meses del ejercicio —período de una orientación más permisiva—, se aceptaron las desviaciones que registró ALP, de tal forma que los ritmos de expansión del agregado sirvieron, básicamente, de elemento de referencia a medio plazo. Cuando el peligro de degradación en los equilibrios macroeconómicos y la información proporcionada por las magnitudes monetarias y crediticias indujeron al Banco de España a endurecer progresivamente su política, a partir de septiembre, los objetivos establecidos persiguieron una desaceleración del incremento de los ALP. Estos objetivos no se plasmaron, sin embargo, en intentos de recuperación rápida de la senda de referencia para 1988, ni se programaron inflexiones bruscas en los ritmos de crecimiento de partida del agregado, sino que se tradujeron, más bien, en esfuerzos moderados por alcanzar una menor velocidad en el avance de la cantidad de dinero, admitiéndose, en cualquier caso, un cierto grado de desviación «a posteriori» respecto a dichos objetivos.

Los criterios de manejo de los tipos de interés practicados por el Banco de España también han quedado afectados por las innovaciones y los condicionamientos que se han expuesto en los párrafos anteriores. El Banco ha tendido a utilizar sus tipos de intervención para emitir señales claras, que sirvan para enmarcar los episodios de restricción u holgura monetaria. Para que las decisiones de alterar los tipos de interés transmitan un mensaje definido sobre la orientación deseada, las modificaciones introducidas en los mismos han adquirido cierta magnitud y han tendido a espaciarse suficientemente. De este modo, se ha tratado de dotar a los niveles vigentes en cada momento de estabilidad y de visos de consolidación en el futuro.

En esta línea, el proceso de distensión monetaria que abarcó los primeros meses de 1988 se vio jalonado por el descenso, en cuatro ocasiones, del tipo de interés marginal de los préstamos de regulación monetaria en cuantías que oscilaron entre medio punto y un punto porcentual, que llevaron su nivel desde el 13,5 %, en que se encontraba a finales de 1987, al 10,5 %, al que se situó en el inicio del mes de junio. De manera simétrica, el tono más restrictivo que ha caracterizado la política monetaria durante el último trimestre de 1988 y el primero de 1989, se ha manifestado de forma destacada en las cuatro ocasiones en las que dicho tipo marginal se ha modificado al

alza, marcando un recorrido de ascenso de magnitud superior a los tres puntos porcentuales: del 10,375 observado a mediados del mes de septiembre, hasta el 13,75 % alcanzado en marzo del año actual (véase gráfico III-9).

Un segundo rasgo importante de la política de tipos de interés ha sido la sintonía del Banco de España y del Tesoro en el manejo de sus tipos respectivos de intervención monetaria y de emisión de deuda pública. El éxito en la actuación al unísono de ambas gestiones resulta de especial trascendencia, tanto para poder cubrir de forma suficiente las necesidades de endeudamiento público y asegurar el desarrollo de los mercados primarios de deuda del Estado, como para posibilitar una regulación fluida de la liquidez de base del sistema bancario.

La articulación de la política de tipos de interés de ambas instituciones se ha llevado adelante, durante el año 1988, de forma satisfactoria. Los distintos cambios en los niveles de los tipos se han realizado conservando, en general, una estructura ascendente de la curva de rendimientos por plazos construida a partir de los tipos del tramo comprendido entre un día y tres meses, regulado por el Banco de España, y del tramo entre uno y tres años, que define fundamentalmente los plazos de las emisiones del Tesoro.

En determinados períodos, el nivel al que se situaron los tipos de interés fue el resultado de la búsqueda de una solución de compromiso al conflicto que se planteó entre las vertientes interna y externa del control monetario. Fue esta una solución necesariamente transitoria, en la que la referencia principal para el conjunto de la política monetaria descansó sobre un determinado nivel del tipo de interés, a partir del cual resultó posible aliviar la presión que estaba ejerciéndose sobre los mercados monetarios y de divisas; o, cuando menos, permitió abordar, con ciertas garantías, la intervención simultánea en ambos mercados.

Es posible rastrear esta estrategia de tipos de interés en el comportamiento seguido por el Banco de España durante los meses centrales de 1988. Tras un descenso continuado en los cinco primeros meses del año, los tipos se estabilizaron en el entorno del 10,5 %, y permanecieron así hasta finales del mes de septiembre. Durante este período, pudo mantenerse un curso relativamente estable de la peseta, sin tener que incurrir en compras de divisas tan cuantiosas como las registradas en los primeros meses de 1988. Al mismo tiempo, el nivel alcanzado en los tipos de interés favoreció la normalización de los mercados internos, sin generar una presión de la deman-

da de activos de caja que resultara ingobernable. Esta instrumentación monetaria, basada fundamentalmente en la estabilidad de los tipos de intervención en los mercados interbancarios, persistió durante cuatro meses, aproximadamente, hasta que la acumulación de datos sobre la expansión excesiva del gasto nominal y de los agregados crediticios, y sobre la aceleración de la inflación y de las magnitudes monetarias, aconsejó su modificación.

Por lo que se refiere a la intervención día a día en los mercados monetarios, la actuación del Banco de España puso especial énfasis en garantizar un grado de fluctuación de los tipos de interés reducido. En contraposición, los activos de caja presentaron frecuentemente una variabilidad a corto plazo elevada y las autoridades monetarias aceptaron desviaciones de cierta magnitud en relación con los objetivos establecidos para dicha variable. Durante 1988, tal como se ha señalado, esta estrategia se materializó en renuncias a una esterilización inmediata en los mercados interiores de las divisas adquiridas, especialmente en aquellos períodos, en ocasiones prolongados, en los que fue muy intensa la presión sobre su balance del flujo de liquidez proveniente del exterior. Con igual intención, en los episodios en los que la demanda de activos de caja mostró mucho vigor, se evitó contraponer una oferta de liquidez de base excesivamente rígida.

No obstante, debe destacarse que el mantenimiento de la volatilidad de los tipos de interés dentro de márgenes reducidos resulta más problemático cuando la necesidad de endurecer la política monetaria hace inevitable la introducción de grados más elevados de incertidumbre en el desenvolvimiento de los mercados. En este sentido, si bien durante el conjunto de 1988 la estabilidad a corto plazo de los tipos de interés fue elevada, en el último trimestre del año y en los primeros meses de 1989, período en el que se han acumulado medidas monetarias de corte restrictivo, se ha apreciado un aumento de su variabilidad que, aun sin alcanzar niveles altos, ha puesto de manifiesto que compatibilizar la estabilidad de los tipos de interés en el corto plazo con el mantenimiento de un tono general restrictivo constituye una empresa que resulta cada vez más compleja.

Para atenuar estos conflictos, el Banco de España ha ido procurando una diversificación de los instrumentos de control monetario. Ha reservado unos para las situaciones en las que se ha visto en la necesidad de transmitir señales de cambio en la orientación de su política, o de acentuación de la misma: modificaciones de los tipos de interés de los préstamos

de regulación monetaria y de las subastas de cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses, y alteraciones en el nivel del coeficiente de caja. Ha potenciado otros para la gestión de la liquidez a más corto plazo: especialmente operaciones de mercado abierto con deuda del Estado. En este sentido, el desarrollo del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado ha permitido incrementar la variedad de las herramientas de control. Ha posibilitado que el Banco de España, desde mediados de 1988, realice habitualmente operaciones de compra-venta de títulos públicos, a través de los creadores de este mercado —en general, con pacto de retrocesión—, modificando con frecuencia tipos de interés, plazos y cantidades intercambiadas en función de las necesidades de control. Asimismo, ha realizado estos cambios para compensar situaciones en las que el grado de presión o distensión de los mercados monetarios ha sido considerado excesivo. La progresiva consolidación y ensanchamiento del mercado de anotaciones en cuenta posibilitará en el futuro que el Banco siga profundizando en esta estrategia de especialización de los diversos instrumentos según los objetivos que se persigan en cada caso.

El esquema de instrumentación monetaria descrito en este apartado debe entenderse como una estrategia flexible, circunscrita al corto plazo, y, por tanto, compatible con un control relativamente estricto de las magnitudes en períodos más dilatados de tiempo, horizonte donde el valor normativo de los objetivos cuantitativos adquiere su plena virtualidad. En este sentido el Banco de España sigue considerando los ALP como referencia fundamental en la formulación de la política monetaria. Las estimaciones de la función de demanda de esta magnitud vienen mostrando una estabilidad razonable, por lo que constituye un agregado válido para ser utilizado como indicador adelantado del gasto nominal. Por el contrario, otras magnitudes más reducidas como M1 y M2 han presentado un mayor grado de inestabilidad. Tal inestabilidad resulta explicable en un contexto de progresiva liberalización de los tipos pasivos, de creciente importancia relativa de los títulos del Estado a corto plazo en la financiación del déficit y de elevada intermediación del sistema bancario en la colocación de éstos al público. Por todo ello y pese a las dificultades que los ALP presentan, continúan mostrando una superioridad significativa, tanto frente a otras magnitudes cuantitativas como frente a esquemas alternativos de control monetario. La evolución reciente de la economía española refuerza la necesidad de mantener un alto nivel de disciplina en la política de gestión de la demanda agregada en el próximo futuro; por ello, en el siguiente epígrafe se expondrá la

ayuda que la política monetaria puede aportar a esta tarea en el transcurso del año 1989.

6. EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL CONTROL DE LA INFLACION

Tras varios años de crecimiento sostenido en los que se ha profundizado en la apertura al exterior y en la integración europea, la economía española se enfrenta, de nuevo, al recrudecimiento de tensiones inflacionistas no controladas. El rebrote de la inflación es, según el diagnóstico trazado en este Informe Anual, el problema más grave de la coyuntura actual y el reto más complicado que tiene la política económica en el próximo período. Si se pierde el control de los precios, el dinamismo de la inversión privada se ahogará con rapidez y el proyecto de integración europea puede sufrir un serio revés. Dada la creciente variabilidad en la que se desenvuelven las transacciones financieras internacionales, la pérdida de la confianza en la estabilidad interna se traducirá, antes o después, en un vuelco en la dirección de los flujos de capital que impedirá la financiación del déficit por cuenta corriente, la estabilidad del tipo de cambio y, en definitiva, el cumplimiento de los compromisos contraídos con los socios comunitarios.

En consecuencia, parece razonable finalizar el análisis de la evolución monetaria reciente realizado en este capítulo, con algunas reflexiones sobre las posibilidades y las limitaciones de la tarea que puede desempeñar la política monetaria en el control de la inflación en las presentes circunstancias.

El proceso inflacionista en curso presenta algunas características que lo diferencian de otras fases anteriores de alzas de precios y que requieren una respuesta específica de política económica. Por sus causas y por sus manifestaciones, las nuevas tensiones inflacionistas no son asimilables a los procesos vividos en la década de los setenta, en los que el encarecimiento de las materias primas y las presiones salariales desempeñaron un papel fundamental. A diferencia de lo ocurrido entonces, el nuevo rebrote inflacionista tiene su origen fundamental en un crecimiento muy intenso de la demanda, mantenido durante un largo período de tiempo. Como es lógico, no obstante, dicha presión de la demanda se ve acompañada de tensiones alcistas de costes y de un deterioro de las expectativas que, junto con la escasa capacidad del sistema económico para realizar los rápidos ajustes que la nueva situación requiere, realimentan las alzas de precios por el lado de la oferta.

Quando las tensiones de oferta y demanda se reavivan entre sí, y cuando las alzas de precios, costes y márgenes se manifiestan de forma simultánea, no es fácil distinguir con claridad las líneas de causalidad dominantes. Sin embargo, la propia maduración del ciclo económico, nacional e internacional, refuerza el análisis esbozado en capítulos anteriores, según el cual, la actual aceleración de los precios se corresponde con los procesos de desbordamiento de la demanda que normalmente acompañan a la prolongación de las fases largas de expansión económica.

Las dificultades del aparato productivo para adaptarse a las transformaciones inducidas por la apertura al exterior y por el intenso dinamismo de la actividad han determinado un reparto muy desigual de dicho desbordamiento entre las diversas ramas de la actividad, de forma que en algunas de ellas han aparecido limitaciones de capacidad productiva, a pesar del fuerte dinamismo inversor de los últimos años.

El crecimiento desproporcionado del gasto se ha visto favorecido, además, por una orientación de la política económica menos restrictiva que la practicada en años anteriores. Los logros alcanzados en materia de inflación, la preocupación prioritaria por reducir el desempleo y acortar las diferencias con los niveles de desarrollo y de bienestar social de los países europeos, y las incertidumbres sobre los posibles efectos depresivos de los acontecimientos financieros de octubre de 1987 condujeron a una combinación de políticas que finalmente habría de resultar relativamente permisivas frente a un vigor de la demanda nacional superior al inicialmente previsto. El tono cauteloso con el que se diseñó la política financiera, con el fin de paliar la eventual aparición de tendencias recesivas, creó, asimismo, unas condiciones de cierta holgura durante la mayor parte del año. La presión de la demanda y su alto nivel de dispersión, en un contexto de desahogo financiero, favorecieron la translación de las subidas de costes a precios, con aumento sustancial de los márgenes empresariales en algunos sectores, especialmente en los más protegidos frente a la competencia exterior. Esta situación terminó expresándose en un cambio importante en el clima de moderación salarial dominante durante la primera mitad de la década de los ochenta.

La ruptura del criterio de negociar los salarios en torno a la previsión de aumento de los precios, que guió la moderación de los salarios en los años del ajuste económico, tiene mayor importancia en un contexto como el actual, en el que la superación de los objetivos de inflación ha erosionado la credibilidad del carácter antiinflacionista de la política económica y ha espoleado las expectativas alcistas que formulan los

agentes. La vuelta a pautas de indicación salarial muy estrictas puede actuar como un potente mecanismo de reproducción de las tensiones de precios.

En una situación caracterizada por fuertes presiones de demanda y deterioro de las expectativas, es conveniente que las diversas ramas de la política económica actúen de forma convergente con el fin de conseguir un efecto neto en la dirección requerida y según un reparto de funciones que esté en consonancia con la influencia relativa que cada instrumento ejerce sobre las diferentes clases de gasto final. En este sentido, la conveniencia de armonizar la estabilidad con el mantenimiento de un elevado potencial de crecimiento hace deseable, en principio, la utilización de aquellas combinaciones de instrumentos que hagan recaer la mayor parte del esfuerzo de contención sobre el gasto de consumo.

Este criterio lleva a postular una política presupuestaria de tono restrictivo que actúe como factor de compensación del empuje de la demanda del sector privado. Numerosas razones avalan la conveniencia de esta orientación. Un reparto de las tareas entre las vertientes fiscal y monetaria permitiría una distribución más equilibrada del esfuerzo de contención entre los componentes internos del gasto, lo que redundaría en una mayor credibilidad global de la política antiinflacionista. Esta articulación aminoraría la presión alcista sobre los tipos de interés y afectaría más directamente a la renta disponible de las familias, descargando una mayor parte de la restricción sobre el gasto en consumo y reduciendo, en contrapartida, el impacto negativo sobre la inversión privada. Los efectos sobre el sector privado serían más rápidos y la incidencia negativa sobre el proceso de modernización del aparato productivo y sobre la creación de empleo sería menor. Paralelamente, al reducir los incentivos para las entradas especulativas de capital, aliviaría las presiones apreciadoras sobre la peseta y los conflictos entre el control monetario y la política cambiaria. Este resultado sería especialmente beneficioso para la competitividad de las exportaciones y, a medio plazo, repercutiría tanto en una mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente como en unas condiciones más favorables para acceder al mecanismo de estabilidad cambiaria del SME desde una paridad sostenible. Por último, al reducir la generación autónoma de base monetaria por parte del sector público y del sector exterior, facilitaría el control de la liquidez.

Todos estos factores suministran argumentos sólidos favorables a una estrategia conjunta de las políticas monetaria y fiscal orientada a la consecución de

un objetivo de estabilidad a medio plazo, renunciando a los esquemas mixtos, que asignan objetivos diferentes a los distintos instrumentos, y al activismo de corto plazo, que puede amenazar las perspectivas en un horizonte más largo. Sin embargo, no cabe ignorar las dificultades para aplicar una política presupuestaria más restrictiva. Las carencias de infraestructura y las fundadas demandas de una cobertura más amplia y de mayor calidad de los servicios públicos esenciales limitan las posibilidades de contención del gasto público. Los desfases de la economía en relación a los países europeos en este terreno y las expectativas abiertas por la mejora del nivel medio de vida de la población, al amparo del crecimiento de los últimos años, han alentado una fuerte presión para que las autoridades atiendan con más recursos y mayor eficacia estas necesidades. Paralelamente, el aumento registrado en los últimos años en la presión fiscal y la pervivencia de algunos problemas de equidad en el sistema tributario vigente restringen seriamente la posibilidad de seguir aumentando la recaudación impositiva a la velocidad observada en los últimos años.

La eficacia de las actuaciones para regular la demanda agregada depende, asimismo, de las pautas que sigan los agentes privados en la negociación de los salarios y en la fijación de los precios. Si los agentes sociales establecen tasas de crecimiento incompatibles con la estabilidad de precios, se producirá un recrudecimiento de las tensiones inflacionistas que reducirá la eficacia del control monetario y elevará las fricciones asociadas a la restauración de los equilibrios. En última instancia, una inconsistencia de este tipo tiende a detener el crecimiento rápido de la economía y a elevar el coste en términos de desempleo de la propia estabilidad de precios.

En este contexto, la moderación salarial sigue siendo altamente deseable para el control de la inflación y el crecimiento del empleo. Téngase en cuenta que, si se mantiene el dinamismo de la economía española, dicha moderación puede ser compatible con aumentos sostenidos en el salario real medio y, sobre todo, con mejoras en el bienestar del conjunto de los asalariados a través del aumento del número de las personas empleadas y del perfeccionamiento de la cobertura y la calidad de los servicios públicos y las prestaciones sociales. En las circunstancias actuales del mercado de trabajo, la moderación salarial ha de descansar en la mejora de la propia capacidad de ajuste del mismo, ya que el espacio para que las políticas agregadas de rentas puedan ser eficaces es muy reducido. Cabe añadir, por último, que el aumento de la competencia en los diferentes mercados y

de la apertura de la economía española al exterior puede actuar como barrera de contención del aumento de los márgenes empresariales y de la rápida transmisión del encarecimiento de los factores de producción y, en consecuencia, puede desempeñar un papel relevante para que la determinación de precios y rentas transcurra de manera compatible con el tono de la política monetaria.

El mantenimiento de unos objetivos monetarios estrictos como elemento fundamental de disciplina frente a la tendencia al deterioro de los equilibrios macroeconómicos básicos, con un concurso limitado a esta tarea de la política de ingresos y gastos públicos, refuerza las subidas de los tipos de interés y alimenta la presión apreciativa sobre la peseta, haciendo recaer una mayor parte del ajuste sobre los componentes de la demanda con mayor valor estratégico para la continuidad de una senda de elevado crecimiento potencial. La combinación resultante tiene mayor dificultad para afectar al consumo y ofrece algunos flancos débiles para su propia credibilidad, ya que la falta de coherencia entre las señales que proceden de los diversos ámbitos de actuación puede introducir alguna incertidumbre sobre la capacidad real de las autoridades para lograr el control de la liquidez y alcanzar los objetivos de precios. Pero, además, esta situación tiende a prolongar los conflictos entre las vertientes interior y exterior de la política monetaria y obliga a las autoridades a pronunciarse constantemente sobre la jerarquización entre los objetivos de control monetario interior y los criterios cambiarios. Cuestión ésta que adquiere una importancia especial con la perspectiva de integración de la peseta en el mecanismo de estabilidad cambiaria del Sistema Monetario Europeo.

La plena integración en el mecanismo de cambios del SME reforzará la importancia de la estabilidad cambiaria como objetivo intermedio básico de la política monetaria. En circunstancias normales en la evolución de los equilibrios macroeconómicos y de los mercados financieros, las autoridades deberán aceptar fluctuaciones a corto plazo en la cantidad de dinero como contrapartida de las intervenciones dirigidas a sostener la cotización de la peseta dentro de las bandas acordadas y habrán de manejar los tipos de interés a corto plazo para incidir sobre esos movimientos. Este planteamiento general no excluye, sin embargo, que en numerosas circunstancias —especialmente durante el proceso de aproximación al área de estabilidad del Sistema Monetario Europeo—, siga siendo conveniente que el banco emisor guíe sus actuaciones por objetivos de crecimiento de las magnitudes monetarias, concediendo una menor atención

a los criterios cambiarios. Las soluciones a los posibles dilemas que puedan surgir serán diversas, según sean los objetivos dominantes que persigan las autoridades en cada coyuntura concreta y los condicionantes que limiten en cada momento la capacidad de actuación de los diferentes instrumentos.

En situaciones caracterizadas por un escaso margen para la participación activa de la política presupuestaria en la regulación de la demanda, por el mantenimiento de déficits fiscales significativos y por el resurgimiento de las presiones alcistas de salarios, la fijez de la tipo de cambio no suministra un mecanismo suficiente para mantener el control de la inflación. Los resortes de disciplina que introduce el compromiso de reducir las oscilaciones cambiarias funcionan con unos retrasos y unos costes que impiden confiar en su eficacia en determinadas condiciones de perturbación, especialmente al inicio de los procesos inflacionistas y en los países con escasa tradición de estabilidad en la cotización de su moneda y con una incipiente apertura al exterior.

Los acontecimientos recientes de la economía española confirman la insuficiencia del anclaje que proporciona el tipo de cambio para contener el deterioro de la inflación y la degradación de las expectativas. La fortaleza de la peseta ha ejercido, sin duda, un influjo beneficioso en la regulación del gasto y en el control de la inflación, pero no ha sido suficiente para detener la aceleración de las subidas de los precios y el desequilibrio de la balanza de pagos. Si se hubiese optado por confiar la estabilidad interior a la fijez de la tipo de cambio nominal de la peseta, habría sido necesario aceptar una mayor acomodación de la oferta monetaria que atenuase la tendencia a la apreciación de la moneda, lo cual habría exacerbado, con toda probabilidad, el potencial inflacionista de la presión de demanda.

En este sentido, parece adecuado mantener en el horizonte temporal más inmediato, cuando todavía es posible modificar la paridad de la peseta, el carácter prioritario de los objetivos monetarios internos. Cuando el mantenimiento de la estabilidad económica requiere un elevado protagonismo del control monetario, —como ocurre en la actual coyuntura—, han de aceptarse los márgenes razonables de apreciación de la peseta, derivados del ascenso de los tipos de interés, y han de evitarse, en la medida de lo posible, los periodos prolongados de fricción entre ambas vertientes de la política monetaria. Mientras las tendencias del mercado de cambios lo permitan, es conveniente que el rigor en el control de la liquidez vaya acompañado por una peseta fuerte que ayude a la contención de la demanda, compense las pre-

siones inflacionistas por el lado de los costes y actúe como freno al aumento de los márgenes empresariales en los sectores más sensibles a la competencia exterior.

A la vista del conjunto de dificultades que han sido expuestas, es evidente que la aportación potencial de la política monetaria a la difícil tarea de armonizar el crecimiento económico con la estabilidad de precios es reducida. La posible eficacia de las medidas orientadas a regular el crecimiento de la liquidez, o a influir en la evolución de los tipos de interés, descansa en la transmisión de una señal clara de encarecimiento de los recursos financieros disponibles que sea capaz de incidir en un sentido moderador de las decisiones de gasto del sector privado. Dadas las restricciones procedentes de los restantes instrumentos, la potencia de la señal depende, singularmente, de la credibilidad que las propias medidas adquieran frente al conjunto de los agentes privados, pero, especialmente, frente al sistema bancario que ha de desempeñar un papel muy destacado en su traslación.

La quiebra de los procesos de expansión excesiva del gasto y de deterioro de las expectativas sobre los equilibrios futuros de la economía española requiere una actuación prolongada, que incida sobre el coste y la disponibilidad de los fondos de préstamo a medio y largo plazo. Por ello, la capacidad para afectar a las decisiones de gasto se apoya en el carácter duradero de las subidas de los tipos de interés, adecuadamente transmitidas a los tramos medios y largos de los mercados financieros, y en el mantenimiento de una política cambiaria coherente con este enfoque. De esta forma, la restricción monetaria puede actuar, en principio, con efectos duraderos sobre los componentes de la demanda más sensibles a los tipos de interés y al tipo de cambio, y sobre el proceso de formación de rentas y precios.

En este contexto, las estrategias de subidas rápidas, pero transitorias, de los tipos de interés han perdido gran parte de la virtualidad que tenían en el pasado para cambiar las expectativas de degradación de la evolución macroeconómica, mediante una señal clara y relativamente contundente. Esta forma de intervención poseía un elevado grado de eficacia cuando el encarecimiento de la liquidez de base del sistema crediticio se traducía con rapidez en un aumento del racionamiento del crédito, y cuando las restricciones a la movilidad internacional de los capitales mitigaban los conflictos agudos con la política cambiaria. Los acontecimientos de 1987 mostraron que estos supuestos habían dejado de adecuarse a la realidad del sistema financiero español. Dado el desarrollo actual de los mercados, las subidas enérgi-

cas, pero efímeras, de los tipos de interés a corto plazo no se transmiten con la intensidad adecuada a las variables financieras que mayor incidencia tienen sobre la actividad tienen escaso impacto regulador sobre la demanda de gasto y pueden comportar algunas distorsiones para la evolución del tipo de cambio, del control monetario y de la financiación del déficit público.

Por estas razones, la transmisión de los impulsos que se pretenden impartir puede ser más eficaz si se aplica una estrategia de subidas dosificadas, pero persistentes, de los tipos de interés, que afecte al coste permanente de financiación del sector privado y suministre una señal clara de la voluntad de las autoridades de regular la demanda. Para reforzar su impacto, es importante que vaya acompañada por una política de endeudamiento público que exprese con claridad su disposición a satisfacer el grueso de sus necesidades de financiación a los costes de mercado y que ayude a que las subidas de los tipos de interés sean moderadas y convengan a los agentes de su permanencia.

Sin embargo, incluso adoptando esta perspectiva, existen obstáculos para que las señales de endurecimiento de la política monetaria se transmitan con suficiente rapidez e intensidad a las variables financieras relevantes e incidan en la medida necesaria en las decisiones de gasto. En el clima expansivo en el que se desenvuelve la actividad económica, la sensibilidad de los diferentes componentes de la demanda final a las señales de encarecimiento permanente de los recursos ajenos es más reducida. El fuerte saneamiento experimentado por las empresas españolas en los últimos años y el rápido crecimiento de los recursos propios en relación al avance de los fondos ajenos, que ha elevado su nivel de autonomía financiera, tienden a reducir la elasticidad a corto plazo del gasto de inversión respecto a las variables representativas del coste y la disponibilidad de los fondos de préstamo. Por su parte, la demanda del crédito para la adquisición de bienes de consumo es menos vulnerable a los incrementos de los tipos de interés nominales cuando las expectativas apuntan a un repunte de la inflación. La escasa incidencia del encarecimiento de la financiación ajena sobre la renta disponible de las familias, en un contexto fuertemente expansivo de las rentas de la propiedad y de la empresa, completa el conjunto de circunstancias que tienden a dilatar en el tiempo la respuesta del gasto final a las señales contractivas de la política monetaria.

Las mismas circunstancias que realimentan la inercia de la demanda de recursos financieros obstacu-

lizan la adecuación de la conducta de las instituciones financieras a las pautas más estrictas que las autoridades pretenden introducir. El fuerte crecimiento de los recursos propios del sistema bancario, que acompaña a la firme pulsación de la demanda y a la situación más saneada del sector, tiende a dilatar y a amortiguar la traslación de la elevación de los tipos de interés desde el mercado interbancario hasta los tipos de interés de los créditos concedidos a familias y empresas. Permite, a su vez, financiar políticas de expansión crediticia, al calor de una demanda pujante, sin necesidad de depender únicamente de la expansión de los pasivos monetarios, lo que se vería más directamente constreñido por el propio marco de control.

Bajo estos condicionamientos, es conveniente que las elevaciones de los tipos de interés y la instrumentación de sendas estrictas para los activos de caja estén acompañadas por medidas que refuercen su transmisión hacia los demandantes finales de crédito. Tal es el sentido principal de la reciente elevación del tramo no remunerado del coeficiente de caja, cuyo impacto directo sobre los beneficios de los bancos y cajas de ahorro debe contribuir a estimular la subida de los tipos activos y a frenar los planes de expansión crediticia que contradigan el carácter globalmente restrictivo de la política monetaria.

Tómese en consideración, asimismo, que en la actual situación de alta sensibilidad de los mercados cambiarios a los diferenciales de tipo de interés y extrema propensión al arbitraje de rendimientos a muy corto plazo, pueden registrarse episodios de especulación a favor de la peseta y círculos viciosos de apreciación, como resultado del empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas y del efecto que se espera de las medidas monetarias sobre la rentabilidad a corto plazo de los activos denominados en pesetas. Para evitar las consecuencias distorsionadoras de estos episodios y su eventual realimentación, puede ser necesario realizar intervenciones esterilizadas en los mercados de cambios que eviten la apreciación de la peseta. Será preciso, en estas circunstancias, tratar de reducir la virulencia de estas fricciones recurriendo a los mecanismos del control de cambios que todavía permiten los compromisos suscritos de liberalización de las transacciones de capital con el exterior.

La justificación del posible recurso a los controles de cambios se encuentra en los requerimientos derivados de la regulación de la liquidez y tiene, por lo

tanto, un carácter transitorio, que no debe afectar a la trayectoria de liberalización a medio y largo plazo. Sin embargo, dadas las dificultades de avanzar en paralelo en la asunción de compromisos formales de estabilidad cambiaria y en la profundización de la liberalización de los flujos de capital, que son las dos líneas exigidas por la integración en los mecanismos monetarios europeos, esos episodios pueden no ser tan excepcionales. Por otra parte, para manejar las complicaciones que han de acompañar a los intentos de hacer frente a la inflación con escaso concurso de la política fiscal y en presencia de tensiones alcistas de salarios, es importante preservar un cierto grado de autonomía del control monetario interior, para lo cual, también puede ser conveniente la utilización coyuntural, aunque más frecuente de lo deseado, de algunas restricciones sobre las transacciones de capital con el exterior.

Puede ser adecuado aplicar temporalmente medidas de índole parecida para evitar que la fuerte demanda de crédito encuentre salida a través del endeudamiento externo e introduzca presiones adicionales sobre la peseta. Con esta finalidad, a principios de 1989, se han establecido depósitos no remunerados sobre la financiación obtenida por los residentes en los mercados internacionales y sobre los recursos conseguidos por el sistema bancario mediante el deterioro de su tesorería en moneda extranjera.

Estas medidas tienen una eficacia limitada y decreciente en el tiempo y constituyen una pausa forzada en el proceso de liberalización del sistema financiero, que resulta inevitable para dotar de mayores dosis de disciplina al entorno en el que los agentes económicos han de adoptar sus decisiones.

En el futuro inmediato, la actuación restrictiva de la política monetaria va a estar rodeada de dificultades que se reflejarán en el desenvolvimiento de los mercados financieros. Pero esta orientación es necesaria para establecer un marco relativamente ajustado que modere el crecimiento de la demanda interior, encauce las expectativas, frene el deterioro del ahorro neto del sector privado y evite un incremento insostenible del endeudamiento exterior, como consecuencia de un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente. La eficacia de esta actuación y los costes asociados a la misma dependerán, en buena medida, de la coherencia que se alcance en la definición del conjunto de los instrumentos de la política económica y de cuál sea la respuesta de los agentes privados.

CAPITULO IV

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA

1. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA

Este epígrafe tiene por objeto presentar un análisis global de los procesos de financiación de la economía en 1988, dedicando especial atención a las vías a través de las cuales la evolución del sector real y las políticas monetaria y cambiaria determinaron la generación e instrumentación de los flujos financieros. Para ello se parte de la integración de las cuentas del sector real, elaboradas por el INE, y de las cuentas financieras, que realiza el Banco de España (1), lo que plantea dificultades metodológicas y ciertas discrepancias (2). Esta es la causa por la que, en el cuadro IV-1, se presentan por separado la capacidad o necesidad de financiación (saldo de ingresos y gastos no financieros) y el ahorro financiero neto (saldo de variaciones de activos y pasivos financieros), con una rúbrica de ajuste que da cuenta de las diferencias.

En dicho cuadro resalta el apreciable deterioro del saldo neto de las transacciones con el exterior en 1988. Tras varios años en los que la economía española presentó un signo excedentario en sus operaciones con el resto del mundo, el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se corresponde con el desahorro financiero neto de la economía, se elevó, en 1988, al 0,8 % del PIB. Dicha evolución, como puede observarse, fue la continuación de un proceso iniciado en 1987 y que ha determinado, en el curso de dos años, un empeoramiento acumulado del saldo de las transacciones exteriores cercano al 3 % del PIB.

La desaparición del excedente del conjunto de la economía española frente al resto del mundo muestra una estrecha correspondencia con el acelerado deterioro de las cuentas financieras del sector de empresas y familias, mientras que, por su parte, tanto las Administraciones Públicas como el sector de instituciones financieras registraron una cierta mejora en el saldo de sus operaciones.

En la base de estos comportamientos subyace el fuerte ritmo de crecimiento de la economía en los últimos años, asociado a un rápido avance de la demanda interna, y especialmente, del sector privado.

En 1985 y 1986, los dos primeros años de la fase actual del ciclo, el aumento de la demanda de consumo y de inversión no tuvo un impacto negativo apreciable sobre el saldo de las operaciones exteriores. Esto fue, en buena medida, debido a la menor intensidad de dicho crecimiento en esos años y, sobre todo, a la transferencia de renta real derivada de la caída de los precios del petróleo y otras materias primas, lo que permitió que el sector privado aumentara su excedente financiero y que, paralelamente, mejorara el saldo de la balanza por cuenta corriente. A partir de 1987, la aceleración registrada en el ritmo de crecimiento y, especialmente, la desaparición de dichas transferencias de renta, determinaron un rápido deterioro de la balanza comercial. Esta evolución fue, por otra parte, agravada por el simultáneo proceso de apertura progresiva de la economía española al exterior, subsiguiente a la entrada en la CEE y, también, por las dificultades de las autoridades económicas para contener el acelerado crecimiento del gasto. Ello, a lo largo de los últimos años, ha llevado a una política monetaria de tono restrictivo, que, a su vez, ha inducido una fuerte tendencia hacia la apreciación de la peseta, con una disminución adicional de la competitividad exterior de la economía española.

En el transcurso de los años 1987 y 1988, el excedente financiero del sector de empresas y familias experimentó una rapidísima erosión: desde el 7,2 % del PIB en 1986, pasó al 3,3 % en 1987 y al 1,0 % en 1988, determinando una evolución negativa del saldo de las operaciones con el exterior, a pesar de la disminución operada, en dicho período, en el déficit público.

En efecto, y al igual que en 1987, el elevado nivel de actividad y el aumento de las rentas contribuyeron a una mejora significativa de las cuentas de las Administraciones Públicas, cuyas necesidades netas

(1) Estas cuentas son publicadas por el Banco de España en el capítulo II del Apéndice Estadístico al Informe Anual y constituyen la información básica utilizada en la elaboración de este capítulo.

(2) Para una explicación del origen de éstas, véase Informe Anual 1986, página 91, e Informe Anual 1987, página 99.

Cuentas de financiación de la economía (a)

m.m. y porcentajes sobre el PIB

	1986	1987	1988	1986	1987	1988
ADMINISTRACIONES PUBLICAS:						
CAPACIDAD DE FINANCIACION	-1940	-1.301	-1.206	-6,1	-3,6	-3,0
Ajuste	11	296	50	—	0,9	0,2
AHORRO FINANCIERO NETO	-1.951	-1.597	-1.256	-6,1	-4,5	-3,2
Variación activos financieros	312	333	586	1,0	0,9	1,5
Variación pasivos financieros	2.263	1.930	1.842	7,1	5,4	4,7
BANCO DE ESPAÑA:						
CAPACIDAD DE FINANCIACION	-18	28	—	-0,1	0,1	—
Ajuste	25	—	—	0,1	—	—
AHORRO FINANCIERO NETO	-43	28	—	-0,2	0,1	—
Variación de activos financieros	402	1.853	518	1,3	5,2	1,3
Variación de pasivos financieros	445	1.825	518	1,5	5,1	1,3
OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS:						
CAPACIDAD DE FINANCIACION	489	554	535	1,3	1,6	1,4
Ajuste	110	—	—	0,2	—	—
AHORRO FINANCIERO NETO	379	556	535	1,2	1,6	1,4
Variación de activos financieros	4.987	6.699	7.206	15,6	18,8	18,2
Variación de pasivos financieros	4.608	6.145	6.671	14,4	17,2	16,8
EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS:						
CAPACIDAD DE FINANCIACION	2.035	809	308	6,5	2,3	0,8
Ajuste	-272	-387	-80	-0,7	-1,0	-0,2
AHORRO FINANCIERO NETO	2.037	1.196	388	7,2	3,3	1,0
Variación de activos financieros	5.693	5.759	6.220	17,8	16,1	15,7
Variación de pasivos financieros	3.386	4.563	5.832	10,6	12,8	14,7
TOTAL SECTORES RESIDENTES						
CAPACIDAD DE FINANCIACION	566	90	-363	1,9	0,3	-0,9
Ajuste	-126	-91	30	-0,3	-0,2	-0,1
AHORRO FINANCIERO NETO	692	181	-333	2,2	0,5	-0,8
Variación de activos financieros	11.394	14.644	14.530	35,7	41,0	36,9
Exteriores	747	1.605	1.229	2,4	4,5	3,1
Interiores	10.647	13.039	13.301	33,3	36,5	33,6
Variación de pasivos financieros	10.702	14.463	14.863	33,5	40,5	37,5
Exteriores	55	1.424	1.562	0,2	4,0	3,9
Interiores	10.647	13.039	13.301	33,3	36,5	33,6

(a) El cuadro se presenta siguiendo el esquema Ahorro financiero neto = Capacidad de financiación - Ajuste, mostrando los incrementos con signo positivo. Los ajustes recogen las diferencias entre uno y otro concepto debidas a las distintas fuentes estadísticas.

de financiación descendieron desde 1.597 m.m. en 1987, a 1.256 m.m. en 1988, lo que en términos del PIB representa una caída del déficit de 1,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,2 %. Debe destacarse que este fenómeno vino acompañado de una moderación apreciable en el ritmo de aumento del gasto público, a pesar de la rigidez de los costes por intereses de la deuda viva.

Por su parte, las instituciones financieras, en su conjunto, continuaron manteniendo en

1988 un elevado excedente financiero, aunque el Banco de España fue una excepción entre ellas. Tal y como se recoge en el cuadro IV-1, la autoridad monetaria registró un cierto empeoramiento en el saldo de sus operaciones financieras, que, frente a un modesto superávit en 1987, fue prácticamente equilibrado en 1988. Tal evolución refleja, sobre todo, los mayores pagos efectuados al Estado en concepto de beneficios, a causa de la modificación del calendario de tales pagos, pero, también, el tono de las políti-

cas monetaria y cambiaría instrumentadas en el año: el reducido volumen de préstamos de regulación y, el elevado saldo medio de cesiones temporales al sistema bancario, que, en parte reflejan los costes derivados de la acumulación de cuantiosas reservas, contribuyeron a este resultado. Las restantes instituciones financieras y, especialmente, las del sistema bancario, experimentaron un considerable aumento en su excedente. Tal evolución no aparece exactamente reflejada en el cuadro IV-1, a causa del gran crecimiento de las dotaciones a fondos de pensiones de las cajas de ahorros que, en 1988, hubieron de hacer frente a una sensible aceleración del calendario previsto para su cobertura. Sin tener en cuenta esta fenómeno, el ahorro financiero neto del conjunto de las instituciones financieras, excluido el Banco de España, habría experimentado un aumento del 20 %. El mantenimiento de elevados márgenes de intermediación y la caída en el número de fallidos, ambos factores estrechamente relacionados con el rápido avance de la actividad, explican la favorable evolución de las cuentas de este sector.

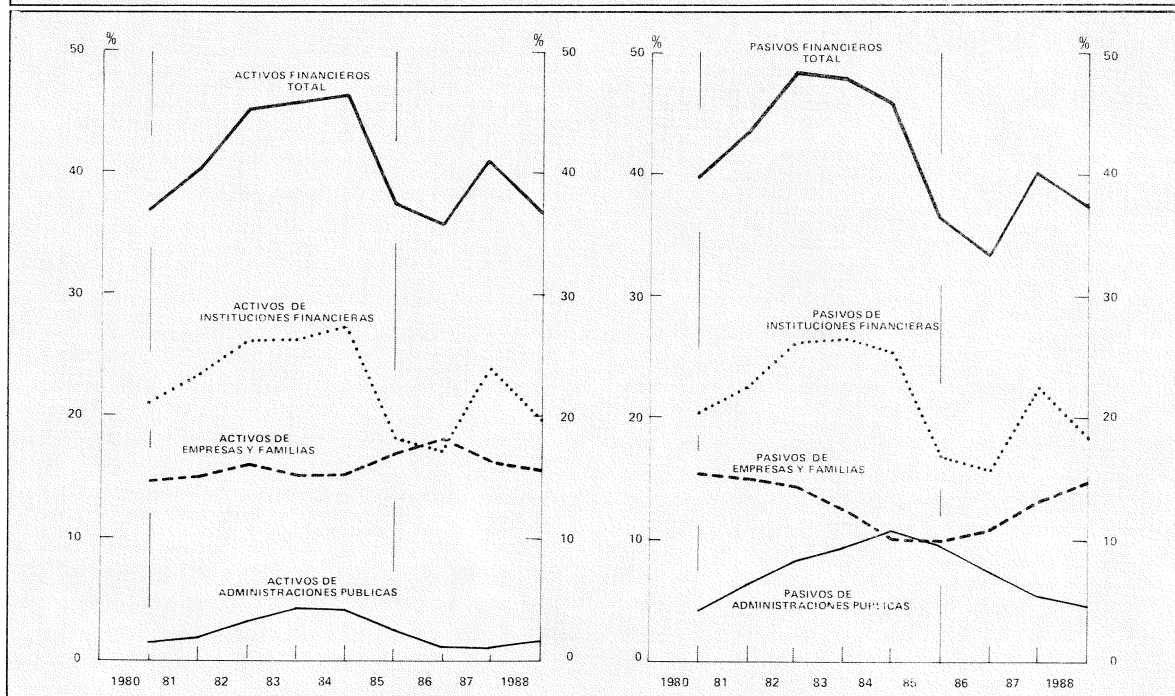
La continuidad que, de esta forma, puede establecerse con 1987 en cuanto a la evolución de los de-

sequilibrios financieros, no aparece tan clara por lo que se refiere a su instrumentación. El cuadro IV-1 refleja un descenso apreciable en el ritmo de aumento de los activos y pasivos financieros, más acusada, lógicamente, en el caso de los primeros, dado el deterioro del excedente neto de la economía en el período. El total de activos financieros adquiridos por los sectores residentes en 1988 representó el 36,9 % del PIB, y los pasivos emitidos, el 37,5 %, que contrastan con el 41,0 % y 40,5 %, respectivamente, del año anterior.

El gráfico IV-1 muestra la evolución de la variación de activos y pasivos financieros de la economía española para el período 1980-88. En él puede observarse cómo en los primeros años de la década de los 80 se produjo una apreciable aceleración del ritmo de creación de instrumentos financieros. Ello fue el resultado, principalmente, del rápido crecimiento de la deuda pública en circulación, así como de la multiplicación de instrumentos financieros a que dio lugar el proceso de colocación de ésta, derivada del papel de las entidades bancarias como intermediarias en este proceso y de las operaciones que el Banco de España hubo de realizar para contener el cre-

Gráfico IV-1

AUMENTO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN CIRCULACION
(En porcentajes del PIB)



cimiento monetario inducido por el gasto público. En contrapartida, el grado creciente de restricción monetaria introducido en la economía se tradujo en un notable descenso del volumen de las operaciones financieras de las familias y empresas.

En los años 1985 y 1986 el ritmo de aumento de los instrumentos financieros en circulación decreció sensiblemente, fenómeno en el que confluyeron tres tipos de factores: el fin del período de crecimiento acelerado del déficit público, el avance de los procesos de desintermediación, con el auge de los mercados de títulos públicos y privados, y, especialmente, una acusada tendencia hacia la cancelación de deudas por parte del sector privado. La mejora gradual de la situación de las empresas y el incremento de las rentas familiares permitió a estos agentes disminuir su endeudamiento, en un proceso incentivado por las sucesivas reducciones de la tasa de inflación que, a su vez, indujeron fuertes expectativas de tipos de interés decrecientes, en contraste con los elevados tipos en vigor.

Esta tendencia se invirtió bruscamente en 1987, a pesar de la caída en las necesidades financieras de las Administraciones Públicas, debido a una combinación compleja de factores financieros y reales. Por una parte, en dicho año se manifestó el final del período anteriormente descrito de cancelación de deudas. La aceleración de la demanda real supuso una mayor presión del sector privado sobre los recursos disponibles, al mismo tiempo que los elevados tipos de interés reales incentivaban la acumulación de activos financieros. A ello cabe sumar el perceptible aumento en el grado de intermediación del sistema, derivado del aumento de las necesidades financieras de las unidades familiares y de la intensidad de la demanda de instrumentos financieros a muy corto plazo, dada la mayor elevación registrada por sus tipos de interés. Finalmente, la combinación de políticas monetaria y cambiaria practicada dio lugar a una multiplicación de las operaciones financieras en el sistema: los elevados tipos internos provocaron fuertes entradas de capitales del resto del mundo, que determinaron la acumulación de cuantiosas reservas por parte del Banco de España. Este, a su vez, se vio obligado a la realización de operaciones compensatorias, emitiendo un gran volumen de pasivos con respecto al sistema bancario para contrarrestar el efecto expansivo del sector exterior.

En este contexto, 1988 volvió a mostrar una apreciable caída de la generación de instrumentos financieros en proporción al PIB. Tal comportamiento se produjo a pesar de la pujanza de la demanda nacio-

nal y del endeudamiento del sector privado y, a pesar, también, de un comportamiento de los flujos exteriores relativamente similar al de 1987. La evolución en 1988 de las operaciones financieras con el exterior presentó, en efecto, muchos puntos de coincidencia con lo ocurrido en el año anterior. En el segundo capítulo de este informe se ha analizado detalladamente el deterioro de la balanza por cuenta corriente a lo largo del año, que, por primera vez desde 1983, fue deficitaria por un importe equivalente al 0,8 % del PIB. Sin embargo, las entradas de capital extranjero fueron de tal magnitud que permitieron financiar dicho déficit e, incluso, determinaron que el Banco de España hubiera de incrementar sus reservas de divisas en casi 10.000 millones de dólares.

No obstante, ambos factores, demanda de financiación privada y multiplicación de las operaciones exteriores, operaron con menor fuerza que en 1987, a lo que contribuyó, de forma notoria, la disminución de las tensiones en los mercados financieros, con caídas sensibles en los tipos, y la gradual normalización de las curvas de rendimientos por plazos en los primeros meses de 1988. La demanda de recursos por parte del sector privado continuó siendo extraordinariamente potente, en lo que se refiere a las unidades familiares. Sin embargo, esta tendencia se moderó considerablemente en el caso de las empresas, las cuales aprovecharon la mejora de sus cuentas de resultados para aumentar su nivel de autofinanciación, de forma que, aunque a lo largo de 1988 se han mantenido elevadas tasas de crecimiento de la inversión, la presión de las empresas sobre los mercados financieros ha disminuido de forma apreciable. Por otra parte, la tendencia creciente de las unidades familiares al consumo y a la inversión en vivienda ha determinado, por parte de éstas, un descenso en cuanto a su ritmo de adquisición de activos financieros.

Por lo que se refiere al sector exterior, la disminución de los diferenciales de intereses en la primera parte del año, y las restricciones en vigor para el endeudamiento exterior a corto plazo a lo largo de buena parte de éste, han contribuido a frenar el intenso proceso de creación de base monetaria por esta vía, a disminuir el crecimiento de los activos del Banco de España frente al exterior, y, consecuentemente, a contener el endeudamiento de éste frente al sistema bancario.

Estos factores, junto a la mayor actividad de mercados no intermediados (en especial, el de pagarés de empresa), han inducido una apreciable caída de la tasa de crecimiento de los balances de las entidades financieras, que, sumado a la nueva disminución

de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, explican la moderación en el ritmo de aumento de los instrumentos financieros en circulación en 1988.

La instrumentación de los flujos financieros en 1988 experimentó, asimismo, cambios de cierta magnitud. Estos cambios estuvieron fuertemente determinados por la evolución, a lo largo del año, de las condiciones vigentes en los mercados y las expectativas de inflación y tipos nominales futuros. Así, si en 1987 la elevación registrada en los tipos de interés, con una prolongada inversión de la curva de rendimientos indujo una acusada preferencia por los instrumentos más líquidos y, por consiguiente, un aumento de la demanda de ALP, en detrimento de los mercados de valores a medio y largo plazo, los cambios en estos determinantes a lo largo de 1988 produjeron una evolución mucho menos lineal. En los primeros meses del año, el relajamiento gradual de las tensiones en los mercados monetarios, y la caída de los tipos de interés (mayor en los mercados de valores que en los bancarios), estimuló las emisiones de deuda a medio plazo por parte del Tesoro, mientras que las empresas tendían a aumentar los recursos captados en los mercados de valores (especialmente de pagarés de empresa) y en el exterior. En consecuencia, se produjo un descenso relativo en la demanda de ALP en este período, estimulada por el favorable comportamiento de los precios, que hacía previsibles ulteriores caídas en los tipos de interés. A partir de los meses centrales del año, el agotamiento del proceso de caída de los tipos y el aumento de la incertidumbre acerca de la inflación determinaron un considerable cambio: disminuyeron las emisiones de títulos, se redujeron las entradas de capitales exteriores, ante el estrechamiento operado en los diferenciales de tipos de interés en los meses anteriores y cobraron de nuevo mayor importancia los instrumentos bancarios, tanto activos como pasivos. Esta tendencia fue moderándose gradualmente hacia el final del año, a medida que los mercados de valores se sumaban a la corriente alcista de los tipos y volvían a aumentar los diferenciales con el exterior.

Dados estos cambios, resulta difícil resumir en un balance global las tendencias generales en 1988 en cuanto a la instrumentación de los flujos financieros. En comparación con 1987, se produjo una cierta recuperación de los mercados primarios de valores, centrada en la deuda a medio y largo plazo y en los pagarés de empresa y, en consecuencia, una disminución de la importancia relativa de ALP y de sus contrapartidas, dentro del conjunto de instrumentos financieros (1). Las emisiones de títulos públicos y pri-

vados representaron un 26 % del total de nuevos instrumentos creados en el período, frente a 20 % en 1987. De entre ellos, los no incluidos en ALP representaron un 20 % del total de los flujos financieros, frente al 7 % en el año anterior, fenómeno que refleja un moderado descenso en el grado de intermediación del sistema, al que contribuyó el importante volumen de recursos que, al igual que en 1987, captaron los residentes en el exterior, a través de inversiones y créditos directos.

Sin embargo, estas tendencias, en todo caso, fueron de intensidad modesta y no se tradujeron en un alargamiento perceptible de los plazos de las operaciones financieras. Ya se ha observado cómo, dentro de ALP, el más elevado ritmo de crecimiento correspondió a los tramos más líquidos. Por su parte, el Tesoro, a pesar de las mejoras en cuanto a la profundidad y eficacia de los mercados de deuda a medio y largo plazo, fue restringiendo progresivamente sus emisiones a lo largo del año, y no realizó ninguna emisión de obligaciones del Estado, su instrumento a más largo plazo, por lo que, a lo largo del año, el plazo medio de su deuda viva registró un nuevo descenso. En cuanto a los valores privados, el mayor desarrollo correspondió a los mercados de pagarés de empresa, mientras que la cifra de colocación de títulos de renta fija fue bastante reducida y con tendencia descendente a lo largo del año, y las emisiones de acciones en los mercados internos disminuyeron con respecto al año anterior. Por último, y por lo que se refiere al sector exterior, junto a un núcleo de inversiones extranjeras relativamente estables y a un cierto volumen de captación de préstamos a largo plazo por parte de empresas residentes, una gran parte de flujos financieros se articuló mediante operaciones a corto plazo, bien en inversiones especulativas, bien a través de la obtención de recursos a corto por parte de empresas o de entidades delegadas.

2. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON EL EXTERIOR

Durante 1988, la balanza de pagos por cuenta corriente experimentó un déficit que, según los datos del registro de caja, alcanzó una cifra de 333 m.m.

(1) Debe destacarse, sin embargo, que esta disminución fue compatible con un nuevo descenso en la velocidad de ALP y que el crédito interno experimentó, incluso, una aceleración en su ritmo de crecimiento en 1988.

(casi 3.000 millones de dólares) (1). Sin embargo, a lo largo del año, se produjeron fuertes entradas netas de capital extranjero que permitieron financiar sin dificultad el déficit señalado e incrementar las reservas de divisas en casi 10.000 millones de dólares. (Véase cuadro IV-2).

La evolución a lo largo del año de tales flujos de capitales extranjeros estuvo muy vinculada al curso de los diferenciales de interés entre España y otros países. Desde la perspectiva de los inversores internacionales, esta variable es fundamental en la determinación de la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas y desde el punto de vista de los tomadores de fondos a préstamo, lo es en la concreción del coste relativo de la financiación interior.

Así, los períodos de mayor afluencia de capital extranjero —primeros y últimos meses del año—, fueron aquellos en los que el nivel medio de los tipos de interés nacionales presentó mayores diferencias con tipos equivalentes en otras economías. Durante los meses de verano, en cambio, coincidiendo con la fase de diferenciales mínimos, las entradas de capital se redujeron enormemente. De hecho, como se puso de manifiesto en el capítulo III de este informe, la rápida respuesta de los flujos de capital a la disminución registrada en estos diferenciales, en un contexto de deterioro progresivo de la balanza por cuenta corriente y de las expectativas inflacionistas, fue uno de los factores que llevó a las autoridades monetarias a revisar la política monetaria seguida en la primera parte del año y a iniciar, a partir del mes de septiembre, un nuevo episodio de elevación en los tipos interiores.

Por otra parte, el curso de las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta o la introducción de ciertos controles sobre los movimientos de capital en determinados momentos del año, influyeron también en la determinación del perfil antes señalado. En todo caso, el análisis de las razones que han podido determinar el aumento de los pasivos exteriores de la economía española durante el presente año, requiere una descripción más pormenorizada de los instrumentos a través de los cuales se ha canalizado esta financiación y de su distribución por sectores. Desde ambos puntos de vista, lo ocurrido a lo largo de 1988

supone la prolongación de las principales tendencias definidas durante el año anterior.

Desde la perspectiva de la distribución por sectores, las entradas de capital se dirigieron a financiar al sector privado y a incrementar el endeudamiento en divisas de bancos y cajas. El sector público experimentó, en cambio, una nueva disminución en sus pasivos netos exteriores. Atendiendo a la instrumentación de los flujos de fondos recibidos, la inversión por no residentes en distintos activos denominados en pesetas constituyó la vía principal de absorción de ahorro exterior por parte del sector privado, aunque cabe señalar que se produjo también un fuerte aumento en los créditos contratados en divisas.

Al igual que en 1987, la magnitud alcanzada por la inversión extranjera en España, que se situó en 1.064 m.m., en el conjunto de 1988 (9.127 millones de dólares), se asocia con el marco legal, más permisivo, que regula este tipo de operaciones desde 1986. Al margen de esta consideración, el comportamiento claramente diferenciado de los distintos tipos de inversión a lo largo de 1988 vuelve a poner de manifiesto la existencia de una amplia diversidad en los factores explicativos de las distintas entradas de capital por este concepto.

Más concretamente, la evolución a lo largo del año de las inversiones directas y en inmuebles realizadas por no residentes, que siguieron una senda sostenida y ascendente como en años anteriores, sugiere una fuerte dependencia entre ambos tipos de inversiones y factores de índole no transitoria, que abarcan desde el propio marco legal antes señalado, a la creciente integración de la economía española en el ámbito de la economía mundial, o los elevados ritmos de crecimiento registrados en los tres últimos años.

Las inversiones extranjeras directas, que incluyen principalmente la compra y creación de nuevas empresas o la instalación de sucursales, alcanzaron en 1988 un importe de 522 m.m. (4.474 millones de dólares) frente a los 322 m.m. de 1987. Además, según información complementaria al registro de caja (1), las inversiones procedentes de la Comunidad Económica Europea experimentaron un nuevo avance en relación al total, y entre las de países no comunitarios, las de Estados Unidos y Suiza fueron las que adquirieron mayor importancia. El sector más atractivo fue el de banca y seguros, que llegó a concentrar algo

(1) Las cifras que se recogen en este epígrafe pueden presentar discrepancias con los datos sobre conceptos similares que se ofrecen en otros epígrafes de este mismo capítulo. Ello se debe a que las aquí referidas proceden exclusivamente del registro de caja, mientras que en el resto del capítulo se utiliza también la información sobre operaciones con el exterior contenida en los estados contables que las instituciones financieras envían al Banco de España.

(1) Estadística de autorizaciones y verificaciones de inversiones directas de capital extranjero en empresas españolas, elaborada por la D.G.T.E.

BALANZA DE CAPITALES (*)

	millones de dólares		m.m. de pesetas	
	1987	1988	1987	1988
BALANZA DE CAPITAL (a)	-1.284	2.968	-182	333
I. Capital a largo plazo	9.617	10.199	1.189	1.171
Capital privado	9.681	10.752	1.195	1.234
a) Del exterior en España	10.159	12.677	1.254	1.457
1. Inversiones	7.989	9.127	997	1.064
Directas	2.629	4.474	322	522
De cartera	3.414	2.104	435	246
En inmuebles	1.802	2.299	221	267
Otras	144	250	19	29
2. Créditos	2.170	3.549	257	393
Comerciales	-397	-156	-49	-17
Recibidos	95	232	12	28
Amortizados	-492	-388	-61	-45
Financieros	2.442	3.544	292	392
Recibidos	3.333	7.357	401	845
Amortizados	-891	-3.813	-109	-453
Otros	125	161	14	18
b) De España en el exterior	-478	-1.925	-59	-223
1. Inversiones	-680	-1.371	-86	-159
2. Créditos	202	-554	27	-64
Concedidos	-476	-1.437	-58	-167
Amortizados	678	883	85	103
Capital público	-64	-553	-6	-63
a) Del exterior de España	248	234	32	26
1. Inversiones	330	330	43	37
2. Créditos	-82	-96	-11	-11
Concedidos	2.532	747	314	88
Amortizados	-2.614	-843	-325	-99
b) De España en el exterior	-312	-787	-38	-89
1. Inversiones	-36	1	-5	0
2. Créditos	-276	-788	-33	-89
Concedidos	-412	-827	-50	-94
Amortizados	136	39	17	5
II. Capital a corto plazo	743	811	93	85
III. Otras operaciones del sistema crediticio	-11.365	-6.208	-1.237	-573
Banco de España	-13.967	-9.973	-1.573	-996
Reservas Centrales	-14.171	-9.703	-1.593	-962
Pesetas Convertibles	204	-270	20	-34
Entidades delegadas	2.602	3.765	336	423
Posición	1.400	1.860	195	208
Créditos en div. a residen.	1.285	1.297	156	148
Pasivos en pts. de no resid.	327	1.188	38	138
Créditos otorgados al exter.	-411	-580	-53	-71
IV. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-278	-1.834	-227	-350

Fuente: Registro de Caja. Banco de España.

(a) Un signo negativo equivale a un préstamo neto de España al resto del mundo.

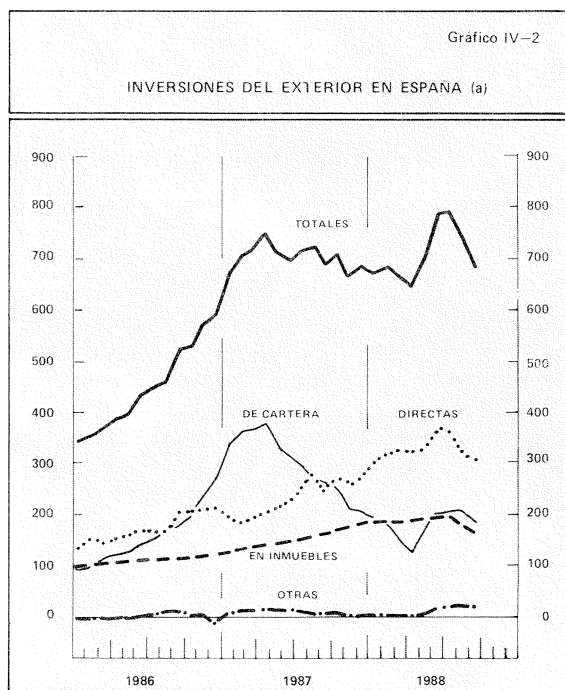
(*) Renfe, INI e INH, están en el sector privado.

más del 40 % de la inversión directa realizada en el conjunto del año.

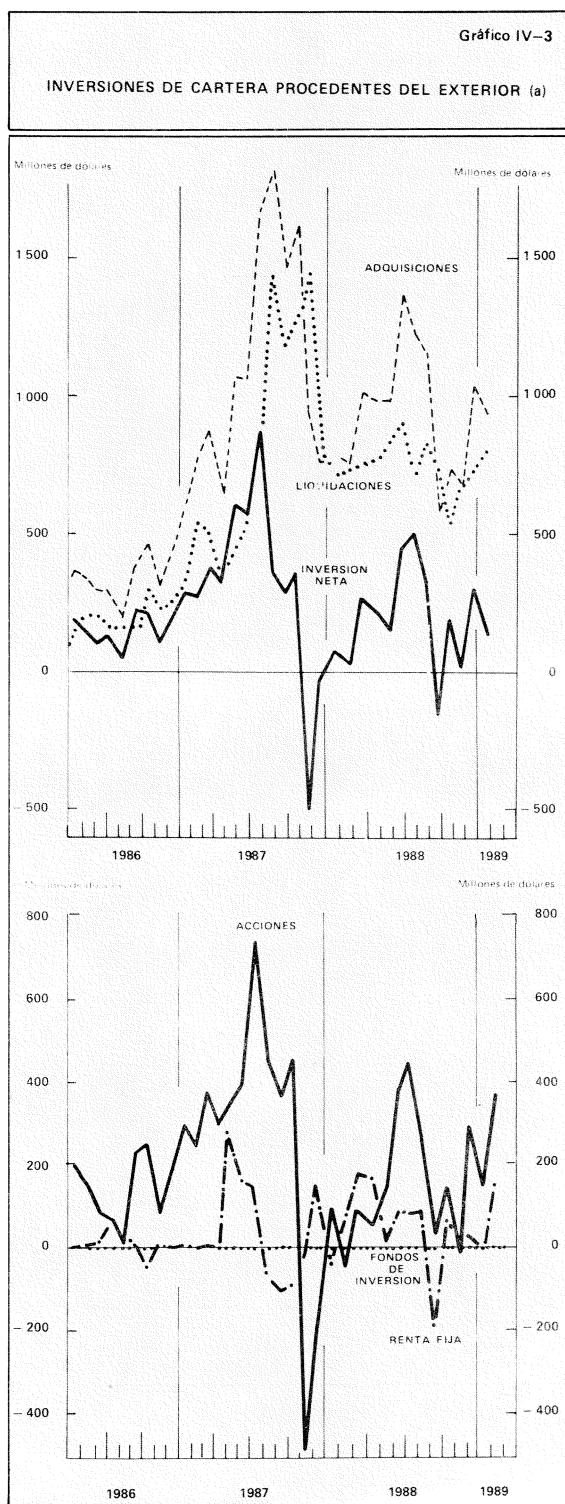
La compra de inmuebles por extranjeros experimentó también un incremento importante, de 267 m.m. en 1988 (2.299 millones de dólares), frente a 221 m.m. en 1987.

Frente a estos comportamientos tendenciales (véase gráfico IV-2), la adquisición de acciones y de títulos de renta fija por no residentes en los mercados de capital españoles —inversiones de cartera— disminuyó con respecto al año anterior. Dos elementos adicionales marcaron el desarrollo de este tipo de inversiones en el transcurso de 1988. Por una parte, su perfil variable, con avances muy moderados en los primeros meses y cierta recuperación posterior, estuvo determinado fundamentalmente por la evolución de la compra de acciones por no residentes (véase gráfico IV-3). Por otra, la adquisición de títulos de renta fija avanzó, en general, a ritmos muy inferiores a los registrados por otras inversiones de cartera.

Así, durante los cuatro primeros meses del año, el efecto contractivo que ejerció la crisis bursátil internacional de octubre de 1987 sobre los mercados de renta variable españoles, que no pudo ser compensado por la mayor adquisición de títulos de renta fija,



Fuente: Registro de Caja y elaboración propia.
(a). Medias móviles anuales de variaciones mensuales en millones de dólares, contradas seis meses antes del último dato disponible.



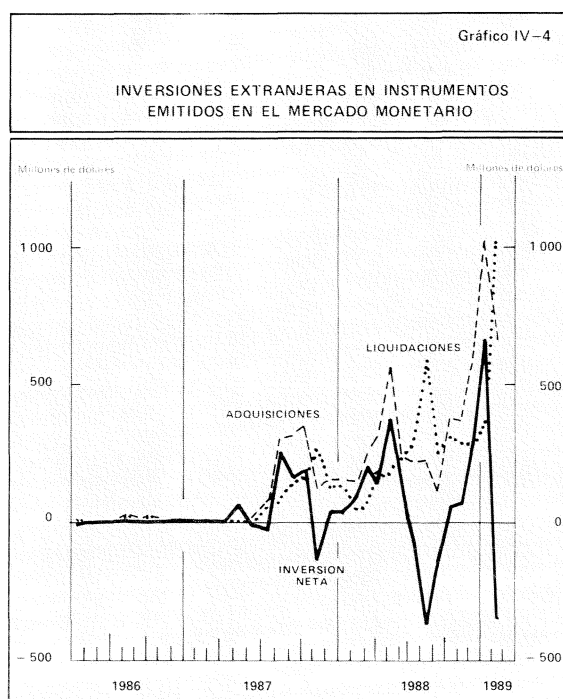
Fuente: Registro de Caja.
(a). Variaciones en millones de dólares.

tuvo su reflejo en un crecimiento de las inversiones en cartera muy moderado. A partir de entonces, una vez recuperada la confianza de los inversores internacionales en los títulos españoles, y en un contexto de cotizaciones bursátiles alcistas, aumentó considerablemente la afluencia de inversores extranjeros a las bolsas españolas, sobre todo, en los meses de verano. Como consecuencia de ello, las inversiones de cartera comenzaron a experimentar mayores ritmos de avance, aunque inferiores, en todo caso, a los registrados durante la mayor parte de 1987. Esta tendencia volvió a interrumpirse en el mes de septiembre, coincidiendo con un deterioro manifiesto de las expectativas sobre la evolución futura de la tasa de inflación, el déficit comercial y el tipo de cambio de la peseta. Al finalizar el año, la inversión total en cartera realizada por no residentes ascendía a 246 m.m. (2.104 millones de dólares) frente a los 435 m.m. de 1987.

Por otra parte, la menor participación de los inversores no residentes en los mercados de renta fija a medio y largo plazo, a pesar del nivel de los tipos de interés interiores, refleja el escaso desarrollo de estos mercados — sólo los de deuda pública experimentaron un claro avance en los últimos años—, y la dificultad de establecer expectativas de inflación y de tipo de cambio para períodos de tiempo suficientemente dilatados. Este último aspecto ha tendido a aumentar la preferencia de los inversores extranjeros por activos más líquidos, con menor prima de riesgo, o capaces de ofrecer mayores ganancias especulativas.

De esta forma, la compra de títulos del mercado monetario y, principalmente, de letras del Tesoro, ha experimentado, por el contrario, un nuevo avance en 1988 (véase gráfico IV-4). En todo caso, el reflejo contable de este tipo de instrumentos se realiza, en el registro de caja, a través de los denominados movimientos de capital a corto plazo. Ello explica el incremento registrado por este tipo de entradas de capital que, en este período, fueron mayoritariamente de capital público.

La segunda vía de obtención de financiación en moneda extranjera por el sector privado durante 1988 fue la contratación de préstamos exteriores. Esta tendencia a la mayor utilización del recurso al crédito externo, que se había iniciado en la segunda parte de 1987 en un contexto excepcional de diferenciales de tipos de interés y ante la nueva posibilidad de cubrir de riesgo de cambio estas operaciones en los mercados a plazo, se intensificó notablemente durante los seis primeros meses del año, y llevó a las au-



Fuente: Registro de Caja.
(a). Variaciones en millones de dólares.

toridades monetarias a introducir ciertas restricciones en la normativa reguladora de este tipo de préstamos (1). Como se señaló en el capítulo III de este informe, el excesivo acortamiento en los plazos de contratación, y su influencia sobre el proceso de expansión monetaria, influyeron en esta decisión que, por otra parte, repercutió inmediatamente sobre la utilización del recurso exterior y los ritmos de amortización. Así, entre los meses de enero y junio, el importe de los créditos a largo plazo (2), contratados por el sector privado (3) ascendió a 404 m.m.; entre los meses de julio y octubre, disminuyó en -57 m.m. y, finalmente, en los meses de noviembre y diciembre experimentó un nuevo aumento de 170 m.m. (véase cuadro IV-3).

Este perfil está notablemente influido por la restricción introducida en junio, pero refleja, sobre todo, la respuesta de los tomadores de fondos a préstamo a las variaciones en los costes relativos de la financiación interior. Nuevamente, en los períodos en los que los diferenciales de interés entre España y otras eco-

(1) Circular n.º 6/1988, del 10 de junio, Banco de España.

(2) Préstamos con plazo de vencimiento superior a 1 año.

(3) Obtenidos tanto directamente del exterior como a través de las entidades delegadas.

DETALLE DE LOS CREDITOS RECIBIDOS DEL EXTERIOR

	Sector privado				Sector público				Total			
	1987		1988		1987		1988		1987		1988	
	m.m.	mill. \$	m.m.	mill. \$	m.m.	mill. \$	m.m.	mill. \$	m.m.	mill. \$	m.m.	mill. \$
CREDITOS A LARGO PLAZO	248	2.094	524	4.689	-42	-337	-6	-52	206	1.757	518	4.637
Créditos directos	257	2.170	393	3.549	-11	-82	-11	-96	246	2.088	382	3.453
Recibidos	427	3.552	890	7.750	314	2.532	88	747	741	6.084	978	8.497
Amortizados	170	1.382	497	4.201	325	2.614	99	843	495	3.996	596	5.044
Créditos intermediados	-9	-76	131	1.140	-31	-255	5	44	-40	-331	136	1.185
CREDITOS A CORTO PLAZO	228	1.866	17	168	64	508	81	768	291	2.374	98	936
Créditos directos	40	324	5	53	55	433	81	771	94	757	86	824
Créditos intermediados	188	1.542	12	115	9	75	0	-3	197	1.617	12	112

Fuente: Registro de Caja.

nomías fueron más elevados, primeros y últimos meses del año, mayor fue la utilización del recurso al crédito externo por parte del sector privado y, por consiguiente, las entradas de capital por este motivo.

La descripción y análisis de las cuantiosas entradas de capital destinadas a la financiación del sector privado, no deben ocultar, sin embargo, el cambio experimentado en las pautas de su actividad inversora en el exterior. En efecto, en dicho año se ha producido un notable incremento en la inversión española en el resto del mundo, que debe encuadrarse en el marco legal que quedó definido tras la liberalización de noviembre de 1986 (1). Como se señaló en el informe anual correspondiente al año 1987, la elevada rentabilidad ofrecida por los activos españoles en dicho año, dificultó enormemente que las amplias posibilidades ofrecidas por la nueva legislación se tradujeran en avances significativos en estas inversiones, ya que la desinversión de títulos en cartera compensó completamente el incremento registrado por las inversiones directas.

En 1988, en cambio, el dato de inversiones exteriores fue de 159 m.m. (1.371 millones de dólares), cifra que supera con creces los 86 m.m. (680 millones de dólares) alcanzados en 1987 (véase gráfico IV-5). A pesar de este incremento, la práctica totalidad de las mismas volvieron a adoptar la forma de inversiones directas, mientras que la compra de títulos emitidos en mercados exteriores o la adquisición de in-

muebles continuaron siendo escasamente significativas. También es cierto, sin embargo, que hasta diciembre de 1988, ambos tipos de inversión estuvieron sujetos a los límites cuantitativos que imponía la anterior legislación y que no afectaban, en cambio, a las inversiones directas. Por consiguiente, tras la entrada en vigor de la O. Ministerial de diciembre de 1988, y una vez desaparecidos dichos límites, cabe esperar que ambos tipos de inversiones se sumen a la tendencia marcada por las inversiones directas.

El conjunto de operaciones en moneda extranjera efectuadas por el sistema bancario en 1989, determinó un incremento de sus pasivos netos frente al exterior de 423 m.m. (3.765 millones de dólares). Esta magnitud debe encuadrarse, también, en el contexto de la normativa más liberal que desde principios de 1987 regula la toma y colocación de fondos en moneda extranjera, y la asunción de riesgos en divisas por las entidades delegadas.

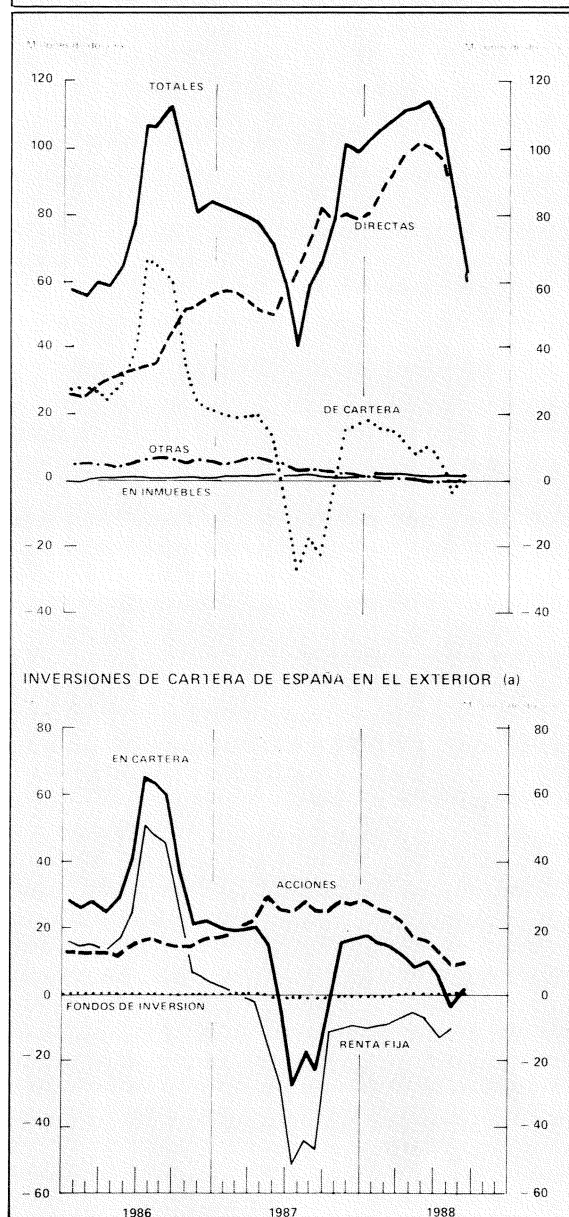
El rasgo principal de este comportamiento es que se produjo a través del endeudamiento a muy corto plazo y se mostró enormemente sensible al estado de las expectativas de tipo de cambio de la peseta. En efecto, la principal vía de absorción de ahorro exterior por las entidades delegada fue la realización de «swaps» en moneda extranjera con no residentes (1),

(1) Estas operaciones, que se realizan entre bancos no residentes y las entidades delegadas nacionales, consisten en la venta, por parte de los primeros, de pesetas contra divisas en el mercado de contado, y su simultánea compra a plazo. El sistema bancario residente otorga contrapartida a estas operaciones, disminuyendo su posición de divisas en el contado, e incrementando su posición de moneda extranjera a plazo.

(1) R.D. 2374/1986, desarrollado por la O.M. del 25-5-87 y, posteriormente, por la O.M. del 19-12-88.

Gráfico IV-5

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR (a)



Fuente: Registro de Caja y elaboración propia.
 (a). Medias móviles anuales de variaciones en millones de dólares, centradas seis meses antes del último dato disponible.

que se expresaron en fuertes caídas de su posición de contacto en divisas. Por otra parte, estas operaciones se efectuaron, sobre todo, en los meses de enero y febrero y en los últimos meses del año, pe-

riódos ambos de fuertes expectativas de apreciación de la peseta. En el primero de ellos, dichas expectativas se habían generado como resultado de una política monetaria dirigida a la reducción del diferencial en el nivel de rendimiento medio entre España y el exterior, que se tradujo en una estabilidad relativamente «artificial» del tipo de cambio de la peseta y en cuantiosas intervenciones del Banco de España en el mercado de cambios. En el segundo, se produjeron en un contexto de elevación en los tipos de interés interiores, que fue considerado por los agentes insuficiente, dadas las tensiones inflacionistas que presentaba la economía española en ese momento. Las entidades delegadas deterioraron su posición en divisas en el conjunto del año por un volumen total de 1.860 millones de dólares.

El incremento en esta posición deudora se vino a sumar a la captación de fondos en moneda extranjera para la concesión de préstamos en divisas a residentes, que alcanzó, por las razones antes apuntadas, una magnitud muy importante —de 1.300 millones de dólares—, y a un nuevo aumento de los pasivos en pesetas convertibles que, a pesar de la permanencia durante 1988 de las restricciones impuestas en 1987 (1), alcanzó un importe de 1.332 millones de dólares.

Frente a los comportamientos descritos para el sector privado y el sistema bancario, el sector público redujo, por cuarto año consecutivo, el volumen de sus pasivos netos en moneda extranjera. Ello se debió al efecto conjunto de la caída neta de la financiación crediticia recibida del exterior —las amortizaciones de préstamos a largo plazo superaron en 11 m.m. (97 millones de dólares) el volumen de créditos de nueva contratación y del incremento en la concesión de préstamos al resto del mundo. Como en 1987, esta sustitución de financiación exterior por financiación interior, así como la adquisición de activos frente al resto del mundo, han estado condicionadas por el intento de aminorar el impacto sobre el tipo de cambio de la peseta —o las reservas exteriores— del fuerte incremento de las entradas de capital extranjero.

A pesar de ello, en 1988 el Banco de España hubo de acumular reservas por un importe total de 9.973 millones de dólares. Esta cifra es inferior en casi 4.000 millones al incremento registrado en 1987, aun-

(1) Aplicación del coeficiente de caja sobre los saldos de los pasivos en pesetas convertibles a partir del 23 de abril de 1987 (circular n.º 12/1987) y prohibición del pago de intereses a las cuentas en pesetas convertibles con saldos superiores a diez millones de pesetas a partir del 28 de abril de 1987 (circular n.º 13/1987).

que la diferencia es, según las cifras del registro de caja, prácticamente igual a la registrada entre el superávit por cuenta corriente de 1987, y el déficit de 1988. Ello significa que la magnitud de las entradas netas de capital ha sido similar en ambos años, aunque como se ha señalado en los párrafos anteriores, se han producido algunos cambios en su composición.

Cabe preguntarse si estos cambios reflejan alteraciones en la volatilidad o en la permanencia en el tiempo de los diferentes movimientos de capital entre España y el exterior. El análisis de este tipo de cuestiones es siempre importante, pero adquiere especial relevancia en circunstancias como las actuales, en las cuales el signo de las cuentas exteriores de la economía se ha vuelto negativo, existen sólidas expectativas de deterioro adicional y creciente del saldo de la balanza por cuenta corriente y, por consiguiente, la necesidad de garantizar un volumen de fondos en moneda extranjera que permita financiar los desequilibrios exteriores se vuelve más imperiosa.

En realidad, durante la década de los años 70 y los primeros años ochenta, la perspectiva de los déficits por cuenta corriente constituyó uno de los problemas fundamentales de esta economía. Ello determinó la configuración de un sistema de control de cambios fuertemente sesgado hacia la obstaculización de las salidas de capital, que, en todo caso, no pudo impedir episodios de abundantes pérdidas de reservas.

Desde 1983, último año en el que la economía española presentó déficit por cuenta corriente, se han producido, sin embargo, algunas modificaciones en el marco en el que se realizan los intercambios de capital entre España y el exterior, que aconsejan reflexionar acerca de la capacidad para financiar los déficits de la balanza de pagos bajo las actuales circunstancias. Desde este punto de vista, el cambio más importante ha sido la creciente internacionalización de la economía española, y en este mismo contexto, la progresiva liberalización de sus movimientos de capital con el exterior. Desde la perspectiva de la posibilidad de financiar los déficits corrientes, ambos factores introducen aspectos positivos y negativos.

Así, la mayor integración de la economía española en la economía mundial ha propiciado en los últimos años un salto de nivel, de carácter permanente, en determinadas entradas de capital —inversiones directas y en inmuebles—. Sin embargo, ha contribuido también a aumentar la volatilidad de otros flujos financieros. En efecto, como refleja la drástica reducción en la compra de acciones por no residentes tras

la crisis de octubre de 1987, o la escasa repercusión de la liberalización de las inversiones españolas en el exterior en ese mismo año, la velocidad de transmisión de perturbaciones financieras generadas en el exterior ha aumentado considerablemente, y se ha incrementado, también, el grado de dependencia de determinados flujos de capital ante variaciones en los diferenciales de interés o las expectativas de tipo de cambio. La creciente importancia de inversores institucionales y del arbitraje de los tesoreros bancarios han contribuido a difuminar la distinción tradicional entre movimientos de capital permanentes, asociados a inversiones reales o préstamos a largo plazo, y movimientos de capital a corto plazo, más vinculados a factores de tipo especulativo.

Aunque la fortaleza hasta ahora demostrada por las corrientes de entradas de capitales de tipo más permanente permitiría acotar unos límites del desequilibrio exterior que podría financiarse sin graves dificultades, todos los elementos anteriormente referidos deben tenerse en cuenta. La extrapolación automática de las tendencias actuales sería enormemente arriesgada, porque la capacidad de atraer recursos del resto del mundo depende fuertemente del contexto global de política económica. Ello significa que tanto los diferenciales de tipos de interés entre España y el exterior como la propia confianza en la política económica instrumentada van a desempeñar un papel fundamental en la definición del volumen máximo del déficit por cuenta corriente que puede financiarse.

En efecto, como se ha venido señalando a lo largo de este informe, existe un grupo de flujos de capital que responde con relativa rapidez a las variaciones en los diferenciales de interés. Sin embargo, el mantenimiento de ciertos niveles en estos diferenciales tampoco garantiza la consecución de determinados ritmos de avance para las entradas de capital. La experiencia adquirida en los dos últimos años acerca de la facilidad con que se pueden producir vuelcos en las expectativas de los agentes —basta recordar para ello episodios como los de octubre de 1987, o septiembre de 1988— apunta hacia la necesidad de preservar la solidez de la política económica instrumentada. En este sentido, una pérdida de credibilidad de la política antiinflacionista puede, no sólo inducir una inversión brusca de las corrientes de capital más especulativas, sino incluso cuestionar el mantenimiento de las entradas de capital de tipo «permanente», y producir, de manera más o menos automática, un giro importante en sus pautas habituales de comportamiento.

3. LA FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

Las necesidades de financiación del conjunto de las Administraciones Públicas, medidas en términos de saldos financieros, alcanzaron en 1988 la cifra de 1.256 m.m., con una reducción de 341 m.m. con respecto al año anterior. Tal disminución del déficit público, que se enmarca en el proceso de descenso iniciado en 1986, representa una caída de 1,3 puntos porcentuales con respecto al PIB, que sitúa la relación en el 3,2 %.

Dicha disminución estuvo determinada por el comportamiento del Estado, cuyas necesidades financieras se redujeron en más de 300 m.m. El resto de los agentes públicos experimentó un modesto superávit, dentro del cual cabe destacar la mejora experimentada en las cuentas financieras de las Administraciones Locales, mientras que la Seguridad Social registró un cierto deterioro.

La favorable evolución del déficit vino acompañada por una cierta moderación en el crecimiento de los ingresos y los gastos públicos. Los primeros aumentaron, en 1988, un 15 %, frente al 18 % en 1987. A ello contribuyó decisivamente la caída en el ritmo de avance de las recaudaciones de los impuestos sobre la renta (de personas físicas y de sociedades) y del IVA. Los ingresos por estos tributos, tras una fase de intensas mejoras en su cobertura y gestión, habían crecido un 39 % en 1987, tasa manifiestamente insostenible. En 1988, dicha tasa se redujo a un 13 %, sólo ligeramente superior a la de avance de la actividad y las rentas nominales.

El crecimiento de los gastos, por su parte, registró una notable deceleración, hasta el 8 %, frente a un aumento superior al 13 % en 1987. La disminución de las inversiones y la caída en el ritmo de aumento de las transferencias (que representan en torno al 60 % de los gastos) explican este fenómeno. Por su parte, los pagos por intereses de la deuda que en la actualidad equivalen a más del 85 % del déficit, se mostraron muy estables, a pesar de la caída de los tipos medios de emisión a lo largo del año.

Un resumen de la evolución de las operaciones financieras de las Administraciones Públicas aparece recogido en el cuadro IV-4. Debe destacarse que en él se ha procedido a corregir el efecto de cambio en las relaciones financieras entre el Estado y el Crédito Oficial. A partir de 1988, el Instituto de Crédito Oficial asume la amortización y el pago de intereses de las cédulas para inversiones —con anterioridad, pasivos estatales—, al tiempo que deja de ser deudor del Es-

tado por un volumen de dotaciones equivalente a las cédulas asumidas. Ello representa una disminución de 1.537 m.m. en los activos (dotaciones al crédito oficial) y en los pasivos (títulos de renta fija no negociables) del Estado. Tal operación que, en sí misma, no supone ninguna alteración en la posición financiera del Estado, afecta considerablemente a la homogeneidad de las series y a la posibilidad de establecer comparaciones interanuales. Por ello, en el cuadro IV-4, no se han considerado los cambios referidos, cuyo importe se recoge en el pro-memoria.

Las cifras de dicho cuadro están absolutamente determinadas por las operaciones financieras del Estado y oscurecen las realizadas por el resto de los organismos de las Administraciones Públicas. Por ello, convendría destacar los rasgos específicos de la financiación de dichos agentes cuya importancia va, por otra parte, en aumento. La mayor parte de las operaciones financieras de estos organismos se canalizaron a través de entidades bancarias. Los depósitos fueron la forma exclusiva de materialización de activos financieros y la mayor parte de los recursos procedieron de créditos bancarios, aunque en el caso de las Administraciones Locales se registró una cierta expansión de la emisión neta de pagarés, que se elevó a 56 m.m. en 1988. En contrapartida, la emisión neta de títulos de renta fija, por parte de las corporaciones locales, fue negativa, por importe de -42 m.m.

El aumento de los activos de las Administraciones Públicas fue, en 1988, de 586 m.m., casi el doble del año anterior. Ello se debió fundamentalmente, al aumento de los depósitos de las administraciones locales, reflejo de la mejora de su excedente y a las mayores suscripciones de títulos de renta variable de las ampliaciones de capital de las empresas públicas. A causa de ello, las necesidades de captación de recursos de las Administraciones Públicas fueron de 1.842 m.m., cifra muy similar a la del año anterior, a pesar de la reducción del déficit. Los rasgos fundamentales de la instrumentación de la financiación pública en 1988 fueron: la apreciable disminución de la aportación del Banco de España y el aumento de las emisiones de títulos a medio y largo plazo. Tanto estas emisiones, como las de títulos monetarios, que experimentaron una sensible caída, se colocaron, principalmente entre las instituciones financieras que, posteriormente, procedieron a su traspaso a los agentes privados a través de cesiones temporales.

La disminución en el recurso al banco emisor (en 284 m.m.) se puso de manifiesto en una caída en la cuenta corriente del Tesoro de más de 400 m.m. Sin

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS: OPERACIONES FINANCIERAS

m.m.

	Variaciones (a)			Saldos
	1986	1987	1988	1988
1. FINANCIACIÓN NETA RECIBIDA (-) (2-3)	-1.921	-1.597	-1.256	
Estado	-1.648	-1.593	-1.286	
Organismos de la Administración Central	26	22	24	
Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales	-236	-86	18	
Seguridad Social	-63	60	-12	
2. ACTIVOS FINANCIEROS	388	333	586	6.793
Efectivo y depósitos a la vista	25	138	248	1.244
Otros depósitos en el sistema crediticio	-18	17	101	521
Títulos de renta variable y otras participaciones	187	-53	207	979
De ellos: contrapartida deudas asumidas	(127)	(-80)	(68)	(415)
Créditos otorgados	106	107	113	3.404
De ellos: dotaciones al crédito oficial	(39)	(32)	(-21)	(2.441)
De ellos: Rumasa	(-40)	(-)	(-)	(400)
Otros	89	124	-83	645
3. Pasivos financieros	2.309	1.930	1.842	19.239
Moneda metálica	10	23	50	214
Títulos del mercado monetario	862	1.921	896	8.811
Títulos de renta fija negociable	1.988	323	943	4.628
Títulos de renta fija no negociable	-22	-160	-25	1.849
Créditos interiores	-418	-156	-38	2.727
De ellos: del Banco de España	(-597)	(-332)	(-310)	(946)
Créditos exteriores	-173	-40	60	472
Otros pasivos no clasificados	62	19	-44	538
PRO MEMORIA:				
A. Total financiación obtenida del Banco de España (crédito y valores)	-409	304	-48	2.703
B. 1. Efecto del cambio de la relación Estado-Crédito Oficial			-1.536	
2. Total de activos financieros (incluido 1)	388	333	-950	5.256
3. Total de pasivos financieros (incluido 1)	2.309	1.930	305	17.702

(a) Aumentos de activos y pasivos (+)

embargo, teniendo en cuenta el aumento de la cartera de títulos públicos del Banco de España, la reducción del saldo deudor de las Administraciones Públicas fue tan sólo de 48 m.m.

En la emisión de títulos, según pone de manifiesto el análisis del cuadro IV-5, destaca la mayor importancia concedida a la deuda negociable a medio y largo plazo. No obstante, pueden distinguirse tres periodos diferentes durante el año que presentan características contrapuestas. Un primer período, que abarca desde enero hasta los meses de abril y mayo, se caracterizó por un notable aumento en los volúmenes de emisiones del Tesoro, con respecto al mismo período del año anterior, en un entorno de gradual descenso de los tipos de interés de intervención del Banco de España que, al introducir expectativas a la baja de los mismos en otros mercados, permitió al Tesoro

realizar emisiones a plazos relativamente largos, lo que se tradujo en un considerable volumen de emisiones de bonos del Estado a tres años.

En un segundo momento, las necesidades de control del agregado monetario obligaron al Banco de España a estabilizar sus tipos de intervención (préstamos de regulación monetaria al día siguiente y cesiones de letras del Tesoro a tres meses), rompiéndose las expectativas a la baja de los tipos en los mercados monetarios, donde los operadores apostaron por subidas a largo plazo. En este contexto, el Tesoro no modificó los tipos de interés de emisión de sus activos, por lo que se vio prácticamente imposibilitado para colocar sus emisiones, debiendo recurrir al Banco de España para hacer frente a sus necesidades financieras. Esta situación no se resolvió hasta mitad del verano, cuando el Banco de España redujo lige-

ramente sus tipos de intervención a la par que el Tesoro elevaba sus tipos de emisión.

Finalmente, los aumentos del índice de precios al consumo en julio, agosto y septiembre, que obligaron a revisar al alza el objetivo de precios para 1988, y la evidencia de que la tasa de crecimiento del producto interior bruto estaba siendo superior a la prevista, aconsejaron una política monetaria más restrictiva para los últimos meses del año, elevándose el tipo de interés de los préstamos de regulación mo-

netaria y el de las cesiones de letras a tres meses en dos puntos porcentuales entre septiembre y diciembre. A pesar de ello, y dado que no resultaba aconsejable acudir al Banco de España, habida cuenta de los efectos expansivos sobre la liquidez que tal solución podía aportar, el Tesoro recurrió a las emisiones a corto plazo para satisfacer sus necesidades financieras y para atender adecuadamente los importantes volúmenes de vencimientos de deuda fijados para los primeros meses de 1989.

MERCADOS DE DEUDA PUBLICA

CUADRO IV-5

Variaciones en m.m.

	1986	1987	1988
EMISIONES NETAS	2.815	2.255	1.805
Letras del Tesoro (a)	—	2.538	1.120
Pagarés del Tesoro (a)	862	-631	-281
Deuda negociable del Estado a medio y largo plazo (b)	1.796	345	957
Deuda de CC.AA. y CC.LL.	157	3	9
COLOCACIONES	2.815	2.255	1.805
Banco de España	189	691	356
Letras del Tesoro	(—)	(1.236)	(315)
Pagarés del Tesoro	(-20)	(-428)	(—)
Deuda del Estado	(209)	(-117)	(41)
Deuda de CC.AA. y CC.LL.	(—)	(—)	(—)
Otras instituciones financieras (c)	2.062	974	1.549
Letras del Tesoro	(—)	(796)	(788)
Pagarés del Tesoro	(601)	(-38)	(-32)
Deuda del Estado	(1.427)	(243)	(828)
Deuda de CC.AA. y CC.LL.	(34)	(-27)	(-35)
Empresas no financieras y familias	565	492	-217
Letras del Tesoro	(—)	(422)	(-18)
Pagarés del Tesoro	(282)	(-165)	(-249)
Deuda del Estado	(160)	(205)	(6)
Deuda de CC.A. y EE.LL.	(123)	(30)	(44)
Sector exterior	—	98	116
Letras del Tesoro	(—)	(84)	(35)
Deuda del Estado	(—)	(14)	(81)
Resto	-1	—	1
PRO MEMORIA			
Cesiones temporales al público por el sistema crediticio y SMMD	1.162	1.647	1.145
De letras del Tesoro	—	1.466	728
De pagarés del Tesoro	1.087	-268	-223
De deuda del Estado	74	449	640
Pagarés del Tesoro retenidos por coeficientes	120	205	210

(a) Valores nominales.

(b) Incluye las reinversiones por canjes. No incluye las deudas asumidas.

(c) Incluye sistema crediticio excepto Banco de España, SMMD y entidades aseguradoras.

En cuanto al análisis de las emisiones de títulos del Tesoro por clases de éstos, se constata que la deuda del Estado a medio y largo plazo ha sido durante 1988 el título público que registró una mayor expansión, en términos relativos, ya que casi se multiplicó por tres el volumen de emisiones de 1987, llegando a los 957 m.m., instrumentados, en su totalidad, en bonos del Estado a tres años. La mayor parte de estas emisiones tuvo lugar en los cuatro primeros meses del año. En los meses siguientes, las colocaciones de títulos fueron descendiendo a medida que renacían las incertidumbres sobre la evolución de los tipos.

Considerando el año globalmente, el sistema crediticio y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero han sido los principales suscriptores de la deuda a medio y largo plazo, con unas adquisiciones totales de 685 m.m. Resulta notorio el dispar comportamiento que al respecto han tenido bancos y cajas de ahorro. Los primeros suscribieron volúmenes importantes en los dos o tres primeros meses del año y se deshicieron de ellos a medida que transcurrían los meses siguientes, terminando el ejercicio sin que su cartera de deuda hubiera variado significativamente. Mientras tanto, las cajas de ahorro suscribieron cuantías importantes de deuda durante todo el año como contrapartida de los crecientes recursos obtenidos de las operaciones de seguro, de manera que su cartera aumentó en el cómputo anual en unos 600 m.m. En cualquier caso, la deuda del Estado a medio y largo plazo adquirida por el sistema crediticio y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero durante 1988, ha sido cedida prácticamente en su totalidad (640 m.m.) al sector privado, originándose un proceso de transformación de plazos en el que los intermediarios adquieren deuda a tres años y la ceden a particulares a plazos notablemente más cortos, sustituyendo, en buena medida, a los tradicionales depósitos. Con respecto a 1987, las tenencias de deuda a medio y largo plazo de las empresas no financieras y familias han aumentado en una cifra similar (646 m.m. frente a 654 m.m. del año precedente), ya que el menor volumen de adquisiciones en firme de 1988 (6 m.m. frente a 205) ha sido compensado por el auge de las cesiones temporales (640 m.m. frente a 449). También son destacables los crecientes importes de deuda suscritos por las entidades aseguradoras y por el sector exterior, 184 y 81 m.m., respectivamente.

Aunque las emisiones netas de letras del Tesoro durante 1988 se han reducido ostensiblemente con respecto al año precedente, de 2.538 m.m. a 1.120 m.m., conviene tener presente que durante

1987 hubo un intenso proceso de sustitución de pagarés por letras del Tesoro, dado que éstas últimas se convirtieron en el instrumento regulador de la política monetaria, y que en el año anterior apenas se realizaron amortizaciones de estos títulos, ya que acababan de ser creados, mientras que, por el contrario, durante 1988 se han amortizado más de 2.500 m.m. La coyuntura existente durante los ocho primeros meses del año motivó que el Tesoro optara por emitir escasos volúmenes de letras y, si se exceptúa el mes de enero, con unas emisiones netas de 475 m.m., las emisiones de letras del Tesoro hasta agosto no habían podido compensar las amortizaciones, produciéndose una caída de 18 m.m. en el saldo vivo de estos títulos. Posteriormente, el cambio de signo de las expectativas respecto a la evolución de los tipos de interés y de otros indicadores de coyuntura, aconsejó al Tesoro tomar posiciones a corto plazo y realizar emisiones netas de letras por valor de 664 m.m. en la última parte del año. Como es habitual, el destinatario final de las letras del Tesoro fue el sector privado no financiero, ya que el sistema crediticio y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero realizaron cesiones temporales de estos títulos por valor de 728 m.m., un 96 % de sus adquisiciones, fenómeno que fue especialmente intenso a partir del mes de mayo.

La progresiva pérdida de relevancia que venían mostrando los pagarés del Tesoro desde mediados de 1987, se ha atenuado en los cuatro últimos meses de 1988, durante los que se realizaron 323 m.m. de emisiones netas frente a -604 m.m. emitidos hasta agosto. El fenómeno, de especial intensidad en diciembre (269 m.m. de emisiones netas), cabe relacionarlo con la persecución de bolsas de fraude fiscal, principalmente operaciones de seguros a prima única. El temor ante el afloramiento de patrimonios no declarados, provocó una inusitada demanda de pagarés del Tesoro, habida cuenta de las facilidades de ocultación fiscal que ofrecen estos activos. No obstante, este fenómeno tiene un carácter pasajero y es lógico esperar que los pagarés del Tesoro sigan perdiendo importancia, considerando además que el real decreto 37/1989, de 13 de enero, ha establecido el calendario de reducción del coeficiente de inversión obligatoria en estos activos, que culmina con su desaparición en diciembre de 1992. Dadas las especiales condiciones de emisión de estos activos, con tipos de interés en el entorno del 5,5 %, no resulta aventurado suponer que el proceso descrito encarecerá el coste de financiación del déficit público.

De la observación de los cuadros IV-6 y IV-7, puede concluirse que el mercado secundario de deuda

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA DEL ESTADO

Volúmenes contratados en m.m.

	1986	1987	1988
I. BANCO DE ESPAÑA (1)			
Letras del Tesoro			
Operaciones a vencimiento	—	991	2.410
Operaciones dobles	—	22.149	107.959
Pagarés del Tesoro			
Operaciones a vencimiento	1.603	780	465
Operaciones dobles	38.559	23.081	18.218
Deuda del Estado a m.l. plazo			
Operaciones a vencimiento	—	338	5.986
Operaciones dobles	—	3.457	21.452
II. MERCADO BURSÁTIL (2)			
Pagarés del Tesoro			
Operaciones a vencimiento	55	66	23
Operaciones dobles	3.640	4.875	3.736
Deuda del Estado a m.l. plazo	403	335	53

(1) Los importes de las operaciones a vencimientos son nominales y los de las operaciones dobles son efectivos.

(2) Importes nominales.

anotada en el Banco de España ha mostrado un notable incremento de actividad y una mejora en su eficiencia durante 1988, tras la entrada en funcionamiento, a principios de año, de un núcleo central de agentes en el mercado (creadores de mercado), comprometidos a cotizar continuamente precio comprador y vendedor y a ofrecer contrapartida en el mercado a dichos precios, y de un conjunto de mediadores (brokers ciegos) entre negociantes de deuda anotada, encargados de transmitir aquéllas cotizaciones y de casar operaciones, callando el nombre de las partes. Ha continuado el proceso de incorporación de títulos públicos al mecanismo de anotaciones en cuenta de manera que, a finales de año, el 95,7 % de los pagarés del Tesoro y el 81,8 % de la deuda del Estado a medio y largo plazo en circulación estaban representados en anotaciones en cuenta, además de la totalidad del saldo vivo de letras del Tesoro.

La negociación fue bastante más intensa en el segmento de cuentas de terceros que en el de cuentas propias, siendo en cualquier caso, muy superior la importancia relativa de las operaciones dobles a la correspondiente a las operaciones a vencimiento. Los volúmenes de contratación de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado han crecido rápidamente, multiplicándose por 5 y 6, respectivamente, con respecto al ejercicio de 1987. Resultó especial-

mente destacable el auge de las cesiones temporales de deuda de las instituciones financieras a los particulares, detrás del cual parece estar la colocación de importantes excedentes de tesorería de las empresas no financieras y del ahorro particular ante la insuficiencia de otras alternativas. No obstante, tal crecimiento oculta el notable descenso del volumen diario de contratación de deuda entre titulares de cuenta que se produjo en noviembre y diciembre, como consecuencia de la incertidumbre sobre los tipos de interés y de la reducción de las carteras de deuda a medio y largo plazo de las entidades, derivada de su masiva cesión a particulares. Esta situación provocó una falta de papel en el mercado de bonos y obligaciones y, como consecuencia, un notable estancamiento de la actividad de los mediadores entre negociantes de deuda anotada y de algunos creadores de mercado. Finalmente, las operaciones con pagarés del Tesoro han continuado descendiendo, si bien durante el mes de diciembre se ha producido una pequeña recuperación en consonancia con lo ocurrido en el mercado primario.

Por su parte, la negociación de títulos públicos en el mercado bursátil continuó perdiendo importancia, como viene siendo habitual desde la entrada en funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta del Banco de España. Resulta especialmente reseñable la caída en la negociación de deuda del Estado

a medio y largo plazo durante 1988 en relación a 1987, algo superior al 84 %.

Una vez que se ha pasado revista a la evolución durante 1988 de los principales pasivos de las administraciones públicas y al comportamiento de los mercados de deuda pública, cabe realizar un análisis algo más detenido de las modificaciones que ha sufrido la estructura de la financiación pública en los últimos años y, a partir de ahí, intentar inferir algunas conclusiones sobre la futura evolución de la misma. Para ello, se ha elaborado el cuadro IV-8, que presenta los pasivos financieros consolidados de todas las administraciones públicas y el Banco de España. En él puede observarse el crecimiento de la deuda pública total que alcanza ya los 23.409 m.m., aunque el crecimiento con respecto a 1987, un 3,4 %, ha sido inferior al de años anteriores, debido, en buena parte, a la nueva consideración contable que tienen las cédulas para inversiones. Este último hecho se ha traducido también en una reducción del porcentaje que los pasivos consolidados representan respecto del PIB hasta el 59,2 %. Teniendo en cuenta que el saldo vivo de las cédulas para inversiones ascendía a 1.537 m.m. a finales de 1987, de no haberse modificado su sistema de contabilización, el crecimiento de los pasivos consolidados públicos con respecto a 1987 hubiera sido de un 10,2 %, aún notablemente inferior al de años anteriores, mientras que el peso de los mismos en el PIB, un 63,1 %, se habría mantenido en niveles similares a los precedentes. Es destacable una notable disminución de la financiación vía

coeficientes, en la cual ha influido tanto el ajuste contable de las cédulas para inversiones como la reducción del nivel de coeficiente de caja realizado en el verano. Esta evolución se enmarca en un proceso iniciado en años anteriores, en los que se ha ido desmontando una parte del entramado jurídico que permitía la financiación pública en condiciones ventajosas. Como contrapartida, el peso relativo de la deuda no sometida a coeficientes ha continuado creciendo, de acuerdo con la progresiva asimilación de las novedades introducidas a mitad de 1987 en la instrumentación de la deuda pública. Al propio tiempo, la expansión de la rúbrica de créditos interiores refleja el aumento de los saldos de cesiones temporales del Banco de España al sistema bancario, en los que se materializa una parte creciente de la deuda pública consolidada.

Continuó disminuyendo ligeramente la presión ejercida por la financiación pública sobre el sistema bancario, merced a la reducción del nivel del coeficiente de caja y al incremento experimentado por operaciones desarrolladas por éste para trasladar dicha presión al público, como las cesiones temporales de deuda del Estado. Todo ello, en última instancia, determina la creciente participación del sector privado no financiero en la financiación pública.

Resulta especialmente interesante profundizar en la evolución que ha mostrado el saldo vivo de deuda pública del Estado instrumentada en títulos. Como ya se ha dicho anteriormente, el crecimiento de dicho

INSTRUMENTACION DEL SALDO VIVO DE LA DEUDA DEL ESTADO

CUADRO IV-7

m.m.

	1986		1987		1988	
	Total	Anotada	Total	Anotada	Total	Anotada
Deuda a corto plazo	5.963	4.694	7.870	7.414	8.709	8.492
Letras del Tesoro (a)	(—)	(—)	(2.538)	(2.538)	(3.658)	(3.658)
Pagarés del Tesoro (a)	(5.963)	(4.694)	(5.332)	(4.876)	(5.051)	(4.834)
Deuda a medio y largo plazo (b)	2.700	—	3.046	1.598	4.002	3.274
Bonos del Estado	(1.730)	(—)	(2.094)	(1.290)	(3.132)	(2.796)
Obligaciones del Estado	(774)	(—)	(774)	(301)	(740)	(468)
Otras (c)	(196)	(—)	(178)	(7)	(130)	(10)
TOTAL	8.663	4.694	10.916	9.012	12.711	11.766

(a) Valores nominales.

(b) No todas las emisiones de deuda del Estado a medio y largo plazo son susceptibles de incorporarse al sistema de anotaciones en cuenta. El volumen de títulos valores de la misma potencialmente anotables que todavía no se habían incorporado al sistema era de 1.114 m.m. de pesetas al finalizar 1987 y de 532 m.m. al finalizar 1988.

(c) Deuda amortizable anterior a 1977 y deuda desgravable.

PASIVOS CONSOLIDADOS DE LAS AA.PP. Y DEL B.E.

m.m.

	1984	1985	1986	1987	1988
TOTAL	13.876	16.185	19.268	22.630	23.409
1. Efectivo en manos del público	1.862	2.081	2.402	2.735	3.241
2. Activos de caja y depósitos obligatorios	3.257	3.583	3.845	4.262	3.985
3. Pagarés retenidos por coeficientes	2.024	1.835	1.956	2.161	2.371
4. Deuda a corto plazo fuera de coeficientes (a)	1.202	2.817	3.611	4.519	4.890
5. Deuda negociable a medio y largo plazo	979	1.344	3.116	3.521	4.418
6. Deuda no negociable (b)	1.791	1.875	1.890	1.781	312
7. Créditos exteriores	766	734	490	455	488
8. Créditos interiores y otros	1.995	1.916	1.958	3.196	3.704
TASAS DE VARIACION (%)	40,3	16,7	19,0	17,4	3,4
PORCENTAJE DEL PIB (%)	55,3	58,0	60,3	63,3	59,2
ESTRUCTURA PORCENTUAL POR:					
Modalidades:					
— Coeficientes (2+3+6)	51,0	45,1	39,9	36,3	28,5
— Deuda fuera de coeficientes (4+5)	15,7	25,7	34,9	35,5	39,8
— Resto	33,3	29,2	25,2	28,2	31,7
Agentes:					
— Sistema bancario	65,2	65,5	67,8	66,8	65,1
— Otras instituciones financieras	5,9	5,5	4,5	5,7	6,5
— Empresas no financieras y familias	23,1	24,1	25,0	24,8	25,2
— Sector exterior	5,8	4,9	2,7	2,7	3,2
PLAZO DE LA DEUDA (c)	1,1	1,3	2,0	1,5	1,3

(a) Valores nominales.

(b) Incluye la deuda emitida con motivo de la expropiación de Rumasa y cédulas para inversiones, aunque éstas únicamente hasta 1987 ya que el 1-1-88 cambió el régimen jurídico del ICO (Ley 33/1987, de 23 de diciembre) y el Estado dejó de asumir las obligaciones derivadas de las mismas.

(c) Referido a las partidas 3, 4 y 5. Datos expresados en años de vida remanente.

saldo durante 1988, un 16,5 %, hay que ponerlo en relación con la notable contención que ha mostrado en recurso al Banco de España. Las novedades introducidas en la política de emisiones del Tesoro a mediados de 1987 han modificado considerablemente la estructura del saldo vivo de la deuda pública, (véase cuadro IV-7), elevando el peso relativo de letras y bonos y disminuyendo la importancia de los pagarés. Resulta notoria la nula apelación del Tesoro a la deuda a largo plazo, obligaciones del Estado a 7 y 10 años, que se ha traducido en un progresivo acortamiento de la vida media del total de la deuda del Estado al pasar de 1,96 años a finales de 1986, a 1,48 años a finales de 1987 y, finalmente, a 1,29 años en 1988 (1). Este fenómeno, en el cual han tenido bastante que ver las incertidumbres que han existido en los dos últimos años sobre la evolución a largo plazo de los tipos de interés, es motivo lógico de preocupación y, por ello, el Tesoro ha previsto volver a realizar durante 1989 emisiones de obligaciones del Estado.

Los rasgos principales que ha mostrado la evolución de la estructura de la financiación pública se mantendrán, casi con total seguridad, en este y en los próximos años. La disminución de la importancia relativa de la financiación vía coeficientes obligatorios va a verse favorecida por la prevista reducción y desaparición del coeficiente de inversión en pagarés del Tesoro y la previsible disminución del nivel del coeficiente de caja en el futuro. Como contrapartida, es lógico esperar que la financiación pública repose cada vez más en las emisiones de títulos, a medida que vayan introduciéndose novedades en los mercados de deuda pública —nuevos instrumentos a muy corto y a largo plazo, operaciones a futuros, opciones, etc.— que permitirán mayores niveles de eficiencia y actividad. No cabe duda, sin embargo, que el proceso des-

(1) El acortamiento de la vida media del total de la deuda del Estado se ha traducido en un porcentaje de emisiones brutas de títulos estatales destinado a cubrir amortizaciones del 74 % en 1988, frente al 57 % de 1986.

crítico se traducirá en un encarecimiento relativo del servicio financiero de la deuda del Estado, como ya viene ocurriendo en los últimos años en los que los intereses devengados por letras, pagarés y deuda a medio y largo plazo han pasado de 818 m.m. en 1986 a 933 m.m. en 1987 y a 1.035 m.m. en 1988, y en una mayor vulnerabilidad del déficit público a las fluctuaciones de los tipos de interés, con los indeseables efectos realimentadores que comporta sobre el propio volumen del déficit.

Desde el punto de vista sectorial, tales cambios permitirán que el sistema bancario, cuyas posibilidades de participar en la financiación pública parecen estar cerca de su límite, como demuestra el hecho de que la mayor parte de la deuda pública suscrita por el mismo en 1987 y 1988 haya sido traspasada al sector privado, se vea aliviado de la presión que sobre el mismo ejerce la financiación pública. Esta evolución redundará en una mejora de la eficiencia del sistema en su conjunto, al liberar un importante volumen de recursos que podrán materializarse en otro tipo de inversiones. Por el contrario, el desarrollo de los mercados de deuda y la actividad intermediadora de las instituciones financieras es probable que se traduzca en una creciente participación del sector privado no financiero en la financiación pública, como viene ocurriendo en los últimos años. Por último, el peso del sector exterior, aunque de escaso relieve cuantitativo, es presumible que aumente en la pers-

pectiva de creación de una gran área financiera europea.

El desarrollo de estas tendencias puede estar sujeto a periódicos retrocesos, como ha ocurrido en los primeros meses de 1989, en los que la captación pública de recursos ha descansado, casi exclusivamente, sobre la apelación al Banco de España. Sin embargo, el avance en esta dirección, aún a costa de soportar elevaciones temporales en el coste de la financiación pública, disminuirá las interferencias que ésta introduce en el funcionamiento de los mercados financieros, contribuyendo a una ordenación competitiva de los mismos y a una asignación más eficiente de los recursos.

4. LA FINANCIACION DE LAS EMPRESAS Y FAMILIAS

El dinamismo mostrado por la demanda agregada de bienes y servicios de las empresas no financieras y las familias en 1988 se tradujo en un fuerte deterioro de su capacidad neta de financiación, cuyo importe alcanzó la cifra de 388 m.m., equivalente a un 1,0 % del PIB, frente al 3,3 % en el año anterior. (Véase cuadro IV-9). Este hecho supone un paso más en la tendencia hacia la reducción del flujo de financiación otorgada por el sector privado a los restantes agentes, que comenzó a manifestarse en 1986 y que,

EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS: OPERACIONES FINANCIERAS				
CUADRO IV-9				
m. m.				
	Variaciones (a)			Saldos
	1986	1987	1988	1988
1) FINANCIACION NETA OTORGADA (+) O RECIBIDA (-) (2-3)	2.307	1.196	388	8.208
2) ACTIVOS FINANCIEROS	5.693	5.759	6.220	56.376
Activos líquidos en manos del público (b)	3.369	4.242	4.041	37.576
Pagarés de empresa y transferencia créditos	338	-108	728	1.334
Títulos de renta fija	601	170	312	2.362
Títulos de renta variable y otras participaciones	267	324	131	8.277
Reservas técnicas de seguros	403	420	694	2.398
Créditos al exterior	-17	-25	-1	143
Otros no clasificados	732	736	315	4.286
3) PASIVOS FINANCIEROS	3.386	4.563	5.832	48.168
Títulos del mercado monetario	348	-77	811	1.621
Títulos de renta fija	289	-66	51	2.433
Títulos de renta variable y otras participaciones	824	671	889	9.543
Créditos (c)	1.360	3.649	4.305	29.774
Otros pasivos clasificados	121	69	151	462
Otros no clasificados	444	317	-375	4.335

(a) Aumento (+).

(b) Las cifras aquí recogidas se aproximan, aunque no coinciden, con las normalmente publicadas de este agregado a causa de los ajustes practicados para determinar los activos financieros del sector de empresa y familias, tal como se configura en las cuentas financieras.

(c) Incluye las inversiones extranjeras en inmuebles.

en última instancia, se traduce en la rápida erosión de la balanza de pagos.

En el empeoramiento, por segundo año consecutivo, del desequilibrio financiero del sector, fue determinante la expansión de los pasivos financieros puesto que la acumulación de activos creció a tasas más modestas. En efecto, mientras que el aumento de los activos financieros del sector fue equivalente al 15,7 % del PIB (16,0 en 1987), la emisión de pasivos se elevó al 14,7 % del PIB, frente al 12,7 % en el año anterior.

El marco relevante en el que estos comportamientos se produjeron se caracterizó por el mantenimiento de un fuerte ritmo de actividad económica, el deterioro de las expectativas de precios y unas condiciones financieras que, si bien los primeros meses del año fueron relativamente relajadas, se endurecieron a medida que se confirmaba la aceleración de la inflación.

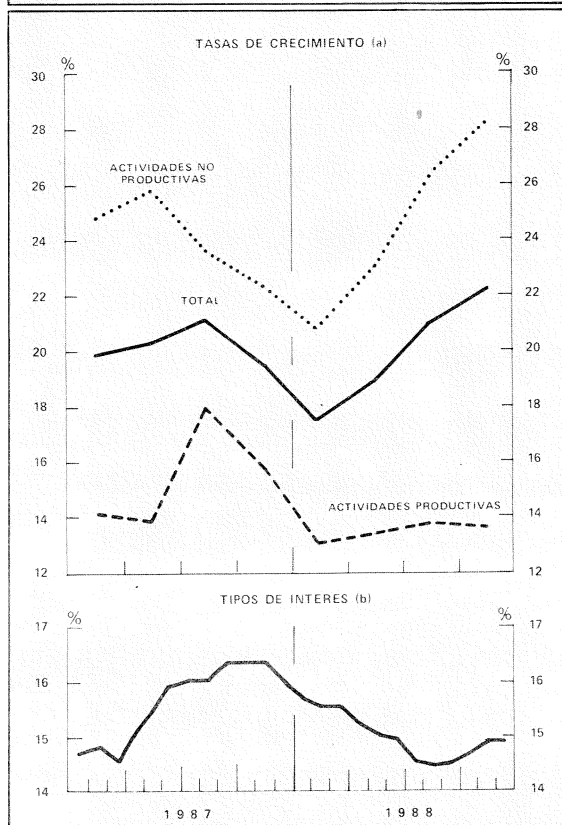
El aumento de la actividad supuso un sustancial incremento de las rentas percibidas por el conjunto de agentes privados. La constatación de este hecho, tras la incertidumbre existente a comienzos de año sobre la posibilidad de una caída en la tasa de crecimiento de la economía, permitió mantener, e incluso aumentar gradualmente, la confianza de los agentes sobre la solidez del momento expansivo y su continuidad, suscitando una mayor predisposición hacia el endeudamiento. Por su parte, la aceleración de la inflación, con un crecimiento acumulado del IPC en el año del 5,8 %, generó previsiones alcistas sobre su trayectoria futura. Ello indujo adelantamientos de las decisiones de gasto, que presionaron negativamente sobre el excedente financiero del sector.

A esta dinámica contribuyeron, especialmente, las unidades familiares. Estas, con el propósito de allegar recursos con los que financiar la adquisición de bienes de consumo duraderos y la compra de viviendas, acudieron con intensidad a los mercados de fondos prestables y mostraron una cierta insensibilidad a las elevaciones de los tipos de interés que tuvieron lugar en la segunda parte del año (véase gráfico IV-6). En contrapartida, el aumento del excedente de explotación proporcionó un apoyo financiero importante a las empresas por la vía de la autofinanciación. Este factor redujo su necesidad de recurrir a la financiación ajena que, no obstante, alcanzó cifras elevadas, dado el extraordinario crecimiento de la inversión en el conjunto del año.

En el ámbito financiero, las condiciones vigentes a lo largo del año no fueron uniformes, pudiendo distinguirse, como ya se ha señalado a lo largo de este

Gráfico IV.6

CREDITO CONCEDIDO POR BANCOS Y CAJAS A PERSONAS FISICAS



(a) Tasas de crecimiento sobre el saldo al final del mismo trimestre del año anterior.
(b) Media simple del crédito concedido por bancos y cajas entre 1 y 3 años de plazo.

informe, un período inicial de relajamiento y normalización de los mercados y otro, a continuación, de endurecimiento gradual de la política monetaria.

Todas estas circunstancias afectaron sensiblemente los patrones de comportamiento financiero del sector privado en dos ámbitos principales. Por un lado se apreciaron alteraciones en la estructura de los flujos de financiación mantenidos con los restantes sectores, que se reflejaron en una fuerte disminución de la financiación otorgada directamente a las administraciones públicas, la continuidad, aunque a un ritmo menor, del endeudamiento frente a no residentes, una caída de los fondos concedidos a las instituciones financieras y un apreciable aumento de los flujos intrasectoriales del sector privado (véase cuadro IV-10). En cuanto a este último aspecto, debe destacarse que las operaciones conocidas infravaloran los flujos efectivos de financiación directa entre

EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS

CUADRO IV-10

m. m.

	Variaciones			Saldos
	1986	1987	1988	1988
1. Financiación neta otorgada (+) o recibida (-) (2+3+4+5)	2.307	1.196	388	8.208
2. De Instituciones financieras	1.655	1.491	1.173	13.248
Activos	(4.194)	(5.198)	(5.557)	(45.792)
Pasivos	(2.539)	(3.707)	(4.384)	(32.544)
3. De Administraciones públicas	398	425	-283	715
Activos	(569)	(517)	(-211)	(2.659)
Pasivos	(171)	(92)	(72)	(1.944)
4. Del Sector Exterior	254	-720	-503	-5.756
Activos	(76)	(32)	(179)	(835)
Pasivos	(-178)	(752)	(682)	(6.591)
5. Ajuste	—	—	1	—
PRO-MEMORIA				
Operaciones intrasectoriales conocidas	854	13	695	7.090

agentes privados, dado que no recogen los dos principales tipos de operaciones que se realizan. Por una parte, existe el crédito comercial interempresarial, fórmula generalmente empleada en la realización de compras y ventas de bienes y servicios y sobre cuya magnitud la información disponible es escasa (1). Sin embargo, cabe razonablemente suponer que su importancia evoluciona paralelamente al crecimiento del volumen de transacciones y al grado de confianza sustentado por los participantes en las mismas (2), así como a la marcha de la autofinanciación del sector dentro del año. El otro tipo de operaciones no consideradas son las compras de bienes de consumo por las unidades familiares financiadas por la entidad vendedora mediante la fórmula del aplazamiento del momento de pago, cuyo desarrollo está siendo alentado por las empresas comerciales, tanto con el respaldo de entidades financieras, como sin él.

Por otra parte, no puede dejar de señalarse que la fuerte expansión del mercado inmobiliario contó, como uno de sus principales estímulos, con la demanda del sector privado impulsada, en unos casos, por la conveniencia de anticipar la compra de viviendas ante la perspectiva de su encarecimiento y, en otros, por el propósito de obtener plusvalías y de aflojar patrimonios fiscalmente opacos. Aunque no es posible cuantificar con exactitud el peso que el stock de inmuebles tiene en el conjunto de la riqueza del público, durante 1988 su demanda debió incidir, en cuantía difícil de determinar, sobre las preferencias de cartera de los sujetos privados.

Un análisis más detallado de la instrumentación de los flujos financieros del sector puede abordarse a

partir del cuadro IV-9, que recoge una clasificación por instrumentos de las operaciones realizadas por las familias y las empresas.

Como ya se ha señalado en el capítulo III, el año 1988 se cerró con un crecimiento de ALP situado en el extremo superior de la banda objetivo establecida para el conjunto del período. Dada la tasa de crecimiento registrada por el PIB nominal, ello fue posible, en buena medida, gracias a una gran expansión de los restantes componentes de la riqueza financiera del público, en especial los títulos monetarios privados y un conjunto heterogéneo de activos emitidos por el sistema crediticio, pero que no se incluyen en la definición estadística de los ALP. Mientras tanto, las restantes colocaciones financieras del sector privado evolucionaron sin grandes diferencias sobre el año anterior.

La recuperación de la actividad en el mercado de títulos monetarios privados, tras el profundo bache que atravesaron durante el segundo semestre del año precedente, desbordó las previsiones que se formularon a principios del año. En efecto, el incremento del saldo en manos del público, que en 1987 fue

(1) Ello se debe a que, si bien existen datos sobre sus saldos a fin de año para un conjunto importante de las empresas no financieras, la elevada rotación que suelen presentar impide conocer con exactitud el flujo efectivo de financiación instrumentado a lo largo de un año mediante estas operaciones, dado que, en estos casos, los balances diferenciales facilitan aproximaciones sesgadas a la baja.

(2) La caída ininterrumpida del índice de protesto de efectos desde 1984 apunta hacia una notable reducción del riesgo de crédito en este mercado de financiación directa.

EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA			CUADRO IV-11
			m.m. y porcentajes
	1987	1988	
EMISION NETA:			
De transferencia de crédito	288	552	
De pagarés de empresa	-362	259	
TOTAL	- 84	811	
PLAZOS			
% De colocaciones hasta tres meses sobre el total	62,5	80,9	
TIPOS DE INTERES MEDIOS			
A tres meses	14,01	11,57	
A seis meses	13,68	11,76	
A un año	13,21	11,58	

de -84 m.m., alcanzó la cifra de 776 m.m. en el conjunto de 1988, distribuyéndose entre pagarés de empresa (224 m.m.) y transferencias de activos bancarios (552 m.m.).

Aunque la cifra correspondiente a transferencias duplicó la de pagarés, fue en este segundo segmento del mercado en el que la recuperación fue más intensa, lo que se pone de manifiesto en el cuadro IV-11. El factor principal que impulsó este dinamismo fue la caída de los tipos de interés en los mercados de títulos públicos a corto plazo, que, combinado con la rigidez a la baja mostrada por los tipos activos de las entidades de depósito, generó la apertura de un diferencial de intereses altamente atractivo para los emisores. Por el lado de la demanda, la reducida disponibilidad de letras del Tesoro reorientó los flujos de inversión financiera hacia el mercado de pagarés que, ofreciendo unas rentabilidades superiores a los pasivos bancarios comparables, concentró una parte importante de las colocaciones líquidas deseadas por el público durante el año.

Conviene señalar que, en 1988, continuó el proceso de acortamiento de los plazos de emisión de pagarés de empresa. Efectivamente, mientras que en 1987 las emisiones realizadas a un vencimiento igual o inferior a tres meses representaron el 62 % del total, en 1988 este porcentaje fue del 81 %. Este fenómeno, que incrementa la sensibilidad a los tipos de interés de volúmenes crecientes del activo y del pasivo de los balances del sector privado, refleja la adaptación gradual de las características de los títulos a la función financiera para la que están diseñados

(1) y, sobre todo, la aproximación a los plazos mayoritariamente negociados en los mercados más directamente competitivos con estos títulos, es decir, las cesiones temporales de valores públicos. La demanda de pagarés y transferencias se concentró, como es habitual, en los agentes del propio sector privado, de modo que las entidades de crédito aumentaron su cartera de papel comercial en 44 m.m.

Por lo que se refiere a los activos frente al sistema crediticio que no se incluyen en la definición de ALP, en 1988 destacó, por su magnitud, la variación registrada por las cédulas para inversiones, las financiaciones subordinadas y los cheques conformados y de viaje, instrumentos que fueron adquiridos por el sector privado por un importe conjunto de 475 m.m., desglosado según recoge el cuadro IV-12.

Estos instrumentos presentan la característica común de no ser computables en la base del coeficiente de caja a lo que se suma, en el caso de las financiaciones subordinadas, su computabilidad potencial (2) como parte de los recursos propios de las entidades de depósito, lo que estimula su oferta.

(1) Fundamentalmente la cobertura del flujo de necesidades financieras del ciclo productivo dentro del año, mediante la apelación a los excedentes de tesorería de los agentes con superávits transitorios.

(2) Las financiaciones subordinadas, a efectos de prelación en los créditos, se sitúan detrás de todos los acreedores comunes y, siempre que su plazo original no sea inferior a cinco años ni el plazo remanente hasta su vencimiento sea inferior a un año, serán computables como recursos propios hasta la cuantía que, en cada caso, autorice el Banco de España.

EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS
(otros activos frente al sistema crediticio)

CUADRO IV-12

Variación en m.m.

	1987	1988
Cédulas para inversiones	—	105
Financiaciones subordinadas	32	180
Obligaciones	(—)	(130)
Otras	(32)	(50)
Otros acreedores	289	394
Cheques conformados	(72)	(183)
Resto	(217)	(211)
Diversos	-82	-68
TOTAL	239	612

Desde el punto de vista de su demanda, cada uno de esos activos incorpora atributos diferentes, además del rendimiento nominal, que justifican su análisis por separado.

El traspaso de cédulas para inversiones, fue propiciado por su exclusión del cómputo de los activos de cobertura del coeficiente de inversiones obligatorias y definitivamente alentado por el nuevo régimen jurídico del ICO que, tras su consideración como entidad de crédito, asumió, como deudor, las cédulas para inversiones en circulación. Aunque estos instrumentos tenían una remuneración nominal del 7,4 %, la prima vinculada al menor coste relativo de su traspaso, derivado de su no computabilidad, permitió su colocación a precios competitivos con otros pasivos bancarios, repartiéndose, 100 m.m., entre sociedades financieras vinculadas a grupos bancarios (1).

Las obligaciones subordinadas, presentan para el inversor el inconveniente de situarse detrás de los acreedores comunes en cuanto a prelación de créditos se refiere. Sin embargo, aunque su vencimiento mínimo es superior a cinco años, su negociabilidad en mercados secundarios les confiere un status comparable a cualquier otro activo de renta fija negociable emitido a plazo inferior, puesto que el alto nivel de solvencia del emisor y, por tanto, el bajo riesgo de falta de pago compensan el inconveniente apuntado más arriba.

Los cheques conformados son un medio de pago intermedio entre el efectivo y los depósitos a la vista que se emiten con cargo a una cuenta corriente y suponen, para el tomador, la seguridad de existencia de fondos, por lo que su riesgo crediticio es prácticamente nulo.

Para el banco conformante esta operación tiene ciertas ventajas tales como que permite cobrar una comisión y, sobre todo, es un mecanismo que reduce la carga financiera del pasivo y el coste de oportunidad asociado a coeficientes.

Los restantes componentes de la riqueza financiera del público tuvieron un comportamiento más moderado. Así, la adquisición neta de títulos de renta fija negociable ascendió a 207 m.m. (166 m.m. en 1987) y las de renta variable fueron de 131 m.m. (324 m.m. en 1987).

En cuanto a la renta fija negociable, si bien el flujo neto de compras fue algo menor al del año precedente, su composición sufrió alteraciones importantes. En efecto, mientras que en 1987 las adquisiciones en firme de títulos públicos y del crédito oficial compensaron una caída en las tenencias de títulos privados de 86 m.m., en 1988 las compras de obligaciones privadas se elevaron a 59 m.m. y las tenencias en firme de deuda pública experimentaron una pequeña reducción.

La cartera de renta variable de las empresas y familias registró una acumulación neta de 131 m.m. como resultado de un aumento de la participación en instituciones financieras (100 m.m.) y en el resto del mundo (124 m.m.), dado que las acciones de otras empresas residentes cayeron 93 m.m.

Por lo que se refiere a los pasivos del sector, su crecimiento en 1988 estuvo vinculado al dinamismo de los procesos de gasto estimulados por la mejora de las rentas presentes y de las expectativas sobre su evolución futura, que indujeron una expansión del endeudamiento total del sector de 5.832 m.m. (véase cuadro IV-9).

Las unidades familiares, con acceso a una gama reducida de instrumentos para allegar recursos con

(1) Además, las compañías de seguros adquirieron 115 m.m. Estas compras, que también disminuyen la demanda de ALP no son, sin embargo, activos de las empresas no financieras.

los que financiar su exceso de gasto en el período, se mostraron escasamente sensibles al coste del crédito. En efecto, en el cuadro IV-13, que recoge la evolución desde 1986 del crédito al sector privado, se refleja el peso creciente de las personas físicas en el crédito bancario, fundamentalmente en el destinado a gastos de consumo, mientras que la financiación crediticia de actividades productivas por los empresarios individuales, presentan gran estabilidad en su cuota de participación.

En lo relativo a los pasivos financieros de las empresas, se registraron notables crecimientos en la mayoría de los mercados, destacando la apelación a los mercados monetarios y crediticios mientras que, en la vertiente exterior, las inversiones de los no residentes continuaron el fuerte ritmo de avance que vienen experimentando desde hace tres años.

Las entradas de capitales exteriores estuvieron favorecidas por la vigencia de un diferencial de intereses favorables al endeudamiento en divisas y por las expectativas de fortaleza de la peseta en los mercados de cambios, lo que indujo una acumulación de pasivos financieros frente al resto del mundo de 682 m.m., de los que los créditos son el capítulo más íntimamente ligado a la demanda de fondos por el sector, mientras que el resto incorpora un mayor peso

de los factores de oferta de fondos por los no residentes.

En los mercados internos, la emisión de títulos monetarios mostró un elevado dinamismo que contrastó con el episodio, ya señalado, de intensa reducción del saldo vivo en 1987. Por su parte, pudo apreciarse una cierta recuperación de los mercados primarios de renta fija, favorecido por la caída de tipos de interés en la primera parte del año.

Por lo que respecta a la emisión de acciones, la caída del nivel de cotizaciones derivada de la crisis de octubre de 1987 provocó la paralización de un conjunto de ampliaciones de capital anunciadas con anterioridad y de la salida a bolsa de algunas sociedades interesadas en cotizar en este mercado. En el transcurso de 1988, la recuperación paulatina de las cotizaciones de los valores y la consideración general de que aquel fenómeno fue transitorio, alentó a las empresas a acudir a la bolsa, si bien se apreciaron algunos rasgos sintomáticos del impacto del crash de 1987. Así, si en 1987 el importe de las primas de emisión representó el 46,5 % del efectivo emitido con aportación de fondos, en 1988 esa cifra cayó hasta el 38,3 %, como consecuencia de la valoración más ajustada que predominó a lo largo de este año.

CREDITO CONCEDIDO POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO AL SECTOR PRIVADO
(Media de saldos trimestrales)

CUADRO IV-13

m.m. y porcentajes

	1986		1987		1988	
	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%
TOTAL	15.338	100,0	17.333	100,0	19.977	100,0
Por sujetos						
A persona físicas	5.360	34,9	6.447	37,2	7.732	38,7
A entidades financieras	326	2,1	382	2,2	622	3,1
A otras sociedades	8.816	57,5	9.641	55,6	10.588	53,0
A cooperativas	149	1,0	152	0,9	175	0,9
A otras entidades	152	1,0	185	1,1	250	1,3
Sin clasificar	534	3,5	527	3,0	611	3,1
Por finalidades						
A actividades productivas (1)	11.500	75,0	12.604	72,7	14.064	70,4
A personas físicas (2)	2.980	19,4	3.698	21,3	4.614	23,1
Adquisición vivienda	1.602	10,4	1.902	11,0	2.276	11,4
Bienes consumo duraderos	484	3,1	690	4,0	929	4,7
Adquisición de valores	22	0,1	48	0,3	58	0,3
Resto	872	5,7	1.059	6,1	1.353	6,8
A IPSFL y sin clasificar	857	5,6	1.031	5,9	1.300	6,5
PRO-MEMORIA						
A personas físicas (act. prod.)	2.380	15,5	2.749	15,9	3.118	15,6

- (1) Incluye personas físicas y empresas.
(2) Actividades no productivas.

En general, el mercado bursátil se recuperó sin particular dificultad de la crisis de octubre de 1987, aunque con una moderación del componente especulativo anterior a esa fecha. Aquel episodio alertó a los agentes sobre los principales problemas derivados de la estrechez de la bolsa española y sobre los peligros de toda trayectoria alcista impulsada por estímulos especulativos.

Como consecuencia de ello, los participantes en el mercado incrementaron el peso de las variables fundamentales en sus procesos decisorios, siendo éstas las que, en última instancia, indujeron la recuperación del nivel de cotizaciones. Al mantenimiento del ritmo de crecimiento de los beneficios empresariales se sumó la estabilidad de la peseta en los mercados de cambio, las expectativas generadas por la entonces inminente revisión de la legislación fiscal sobre los derechos preferentes de suscripción y, durante la primera parte del año, la caída de los tipos de interés. Debe señalarse, también, el retorno, aunque a ritmos más moderados que el año anterior, de la inversión extranjera y la actividad desplegada por las instituciones financieras, que en el marco del proceso de reordenación de los grupos financieros e industriales, acumularon títulos de renta variable por 280 m.m. netas.

Como ya se ha señalado en el capítulo anterior, el crédito interno a empresas y familias creció por encima del 16 %, presionando con fuerza sobre ALP, aunque el crecimiento de las cuentas de capital y de otros pasivos del sistema crediticio no incluidos en su definición permitió una expansión del agregado monetario compatible con los objetivos marcados para el año.

Los rasgos básicos del crédito al sector privado

concedido por bancos y cajas de ahorro quedan recogidos en el cuadro IV-13, en el que se puede apreciar su crecimiento y la contribución al mismo de cada uno de sus componentes, clasificados por la finalidad de la operación y por la personalidad del prestatario.

Los principales aspectos que se observan son la expansión del peso de las personas físicas en el conjunto de prestatarios, la reducción del de otras sociedades y el crecimiento del porcentaje de participación de las entidades financieras.

Las alteraciones de la estructura por prestatarios se tradujeron en la composición por finalidades del crédito concedido, de modo que a la pérdida de cuota de las sociedades correspondió una paralela caída del flujo crediticio destinado a actividades productivas, cuyo origen se encuentra en la reducción relativa de la demanda de crédito por parte de las empresas industriales. Simultáneamente, fue perceptible el logro de una sensible ganancia de cuota del segmento de negocio con particulares, alentado por la pujanza de las compras de viviendas, de bienes de consumo duradero y, en general, por la expansión generalizada del gasto corriente de las unidades familiares. Adicionalmente la esperada reforma de la fiscalidad de la vivienda habría inducido adelantamientos de las compras programadas y, por tanto, del recurso al crédito para su financiación.

Por su parte, la considerable disminución de la participación del crédito concedido a las empresas industriales debe relacionarse con el aumento del endeudamiento en los mercados exteriores, con la expansión de los mercados desintermediados y, en medida importante, pero difícil de cuantificar, con el aumento de su nivel de autofinanciación.

ANEXO LEGISLATIVO
1988

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español, y en particular a las competencias del Banco de España, aparecidas durante 1988 y el primer trimestre de 1989.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, siguiendo un orden cronológico, se recoge un extracto de la legislación más significativa. Generalmente, cuando varias normas constituyen el desarrollo reglamentario del mismo tema, se han agrupado y aparecen en la fecha de la disposición de mayor rango.

La mayor parte de esta regulación ha sido ya comentada ampliamente en el Boletín Económico del Banco de España. Por ello en segundo lugar, se ofrece un cuadro sistemático de las materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 1988, indicando la página y el mes del Boletín Económico en el que fueron comentadas.

I. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE
ENERO DE 1988 A MARZO DE 1989

1988	
ENERO	<p>ENTIDADES GESTORAS DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO. Los colegios de agentes de cambio y bolsa han sido incluidos en la lista de entidades susceptibles de obtener la condición de entidad gestora del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado. (OM de 7-1-88)</p> <p>FONDO DE GARANTIA DE DEPOSITOS EN CAJAS DE AHORRO. El Banco de España, en uso de sus competencias, ha disminuido la aportación anual que las cajas de ahorro deben realizar al fondo de garantía de depósitos correspondiente desde el 1 al 0,3 por mil de sus depósitos. (CBE 1/1989, de 8-1)</p> <p>ENTIDADES DELEGADAS: POSICIONES CORTAS EN DIVISAS. El Banco de España dio por terminadas las recomendaciones realizadas en junio de 1987 a las entidades delegadas en el sentido de que redujeran su posición corta de contado en divisas y, posteriormente, ha vuelto a requerirlas para que de nuevo reduzcan esta posición, fijando unos nuevos límites máximos, en porcentajes de los recursos propios, inferiores a los establecidos en la CBE 1/1987. (OCBE de 11-1-88 y comunicación del Banco de España a las entidades delegadas de 5-2-88).</p> <p>ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO: CREADORES DE MERCADO Y MEDIADORES. En aras de aumentar la eficiencia del mercado de deuda pública anotada, el Banco de España ha decidido promover la creación de dos tipos de instituciones: creadores de mercado y mediadores entre negociantes de deuda anotada. Los primeros deben cotizar continuamente precios comprador y vendedor en una amplia gama de valores de deuda y ofrecer contrapartida a estos precios, mientras que los segundos transmiten, a través de sus redes informáticas, las cotizaciones y, si procede, cierran las operaciones entre las partes callando el nombre de las mismas. Han sido establecidos los requisitos mínimos que deben cumplir unos y otros y, a tenor de éstos, se ha publicado la relación de las entidades que son consideradas creadores de mercado y de las que ostentan la condición de mediadores entre negociantes de deuda anotada. (ACEBE de 19-1-88)</p> <p>CREACION DE DEUDA DEL ESTADO DURANTE 1988. En cumplimiento de lo preceptuado en la ley general presupuestaria, se han concretado las condiciones de emisión de pagarés y letras del Tesoro y de bonos del Estado durante 1988. Salvo el establecimiento de un calendario periódico de emisiones para los bonos del Estado, una al mes y las extraordinarias que procedan, no hay novedades de relieve con respecto a las condiciones de emisión de años precedentes. (RD 27/1988, de 21-1; OM de 26-1-88; OM de 2-2-88; y CBE 3/1988, de 10-2)</p> <p>COOPERATIVAS DE CREDITO: NORMATIVA CONTABLE. Se ha adaptado la normativa contable de las entidades de crédito cooperativo, básicamente contenida en la CBE 22/1987, a las competencias de las comunidades autónomas sobre la distribución del excedente neto de estas instituciones. (Modificaciones de 26-1-88 a la CBE 22/1987, de 29-6)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: TIPO DE INTERES DEL TRAMO REMUNERADO. El tramo remunerado del coeficiente de caja, que abarca la totalidad del mismo salvo un 2,5 % en bancos y cajas de ahorro, ha visto disminuir su retribución desde el 8 al 7,75 %. (Modificaciones de 29-1-88 a la CBE 18/1987, de 26-5)</p> <p>ENTIDADES GESTORAS DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO: SALDO MINIMO. Se ha establecido la obligatoriedad de mantener un saldo mínimo de deuda anotada por cuenta de terceros para conservar la condición de entidad gestora del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, cifrándose en 7.000 millones de pesetas nominales que se han de alcanzar en el plazo de un año a partir del primer día del mes siguiente a aquél en que se acceda a la condición de entidad gestora. (RD 54/1988, de 29-1 y OM de 16-6-88)</p>
FEBRERO	<p>MERCADO DE DIVISAS: INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA. En línea con el proceso de liberalización de los mercados de cambios, el Banco de España ha reformado su sistema de intervención en el mercado de divisas al contado, de manera que deja de estar presente constantemente en el mismo, para intervenir únicamente si la evolución de los tipos de cambio lo requiere y sin comprometerse a realizar operaciones a un tipo de cambio previamente anunciado.</p>

1988	
MARZO	<p>ENTIDADES DE DEPOSITO: FISCALIDAD DE SALDOS DUDOSOS Y PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS. La Dirección General de Tributos ha establecido, a la luz de su propia experiencia y teniendo en cuenta la CBE 22/1987 que fijó el marco contable de las entidades de depósito, criterios de interpretación tributaria para los saldos de dudoso cobro y para las dotaciones a fondos de provisión para insolvencias, incorporándolos a la normativa relativa al impuesto de sociedades. En general, se consideran deducibles las dotaciones realizadas a los fondos de provisión para insolvencia mínimamente requeridas por la CBE 22/1987 y sus modificaciones, no siendo deducibles los excesos sobre tales exigencias mínimas. (OM de 29-2-88)</p>
	<p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACION ELECTRONICA. Se han concretado algunos aspectos del nuevo sistema en espera de su reglamento. En concreto se ha ampliado la lista de documentos y medios de pago susceptibles de ser compensados electrónicamente y se han atribuido las competencias registrales al Banco de España. (OM de 29-2-88)</p>
	<p>ORGANISMO MULTILATERAL DE GARANTIA DE INVERSIONES. Se ha autorizado al gobierno para firmar y ratificar el convenio constitutivo del Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones, y para suscribir 1.285 acciones del mismo. (Ley 3/1988, de 4-3)</p>
	<p>ENTIDADES DE DEPOSITO: CREDITO A LA EXPORTACION CON APOYO OFICIAL. Se han introducido algunas modificaciones en las medidas de apoyo oficial al crédito a la exportación, entre las que destacan el nuevo sistema de referencia para el cálculo del coste de mercado de los recursos y el nuevo modo de determinación del margen anual pagadero a las entidades financieras y aplicable sobre la cuantía no amortizada del préstamo. (OM de 8-3-88)</p>
ABRIL	<p>ENTIDADES DE DEPOSITO: PROVISIONES EN MONEDA EXTRANJERA. El Banco de España ha establecido un nuevo tratamiento contable para las provisiones sobre créditos dudosos en moneda extranjera, ya que ahora deben cifrarse en activos denominados en la misma moneda que el riesgo para el que han sido constituidas, sin ser obligatorio, como anteriormente, materializarlas en divisas. (CBE 4/1988, de 22-3)</p>
	<p>ENTIDADES DE PREVISION SOCIAL: COMISION LIQUIDADORA DE ENTIDADES ASEGURADORAS. Las entidades de previsión social han quedado sujetas al mismo régimen de saneamiento y liquidación que el resto de las entidades aseguradoras, por lo que pueden ser intervenidas y liquidadas por la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras y vienen obligadas a satisfacer un recargo del 5 por mil sobre las cantidades recaudadas en concepto de primas o cuotas de los asociados, excepto las destinadas a la cobertura de riesgo sobre la vida. (RD 312/1988, de 30-3)</p>
	<p>ENTIDADES DELEGADAS: MERCADO DE DIVISAS A PLAZO. Se han autorizado las ventas de divisas a plazo por las entidades delegadas a no residentes contra pesetas convertibles a plazo no inferior a siete días hábiles de mercado, en lugar del mínimo de treinta vigente anteriormente. Con respecto a las compras y ventas de divisas a plazo por las entidades delegadas a residentes, se permite que tales operaciones se realicen por el importe de los contratos de futuro de mercancías formalizados en mercados organizados con el fin de cubrir el riesgo de variación de su precio. (CBE 5/1988, de 8-4)</p>
	<p>REGISTRO ESPECIAL DE EMPRESAS DE COMERCIO EXTERIOR. Se ha creado un registro especial de empresas de comercio exterior, que otorga dos importantes beneficios a las empresas que en él se inscriban: a) la autorización administrativa previa para ser titulares de cuentas en divisas, tanto en oficinas operantes en España de entidades delegadas como en entidades bancarias en el extranjero, utilizables para los abonos y cargos derivados de sus operaciones comerciales; y b) idéntica autorización para ser titulares de cuentas a la vista en pesetas convertibles sin limitaciones. (RD 380/1988, de 22-4)</p>
	<p>CONTROL DE CAMBIOS EN OPERACIONES COMERCIALES. Se ha establecido una nueva regulación sobre cobros y pagos exteriores relacionados con exportaciones, que autoriza, con carácter general, a los exportadores residentes para ser titulares de cuentas en divisas en oficinas operantes en España de entidades delegadas, aunque, entre otras limitaciones, sólo se permite abonar en las mismas la cuarta parte de los importes correspondientes a los cobros por exportaciones del titular. A los efectos del control de cambios, se amplía el concepto de exportación, al incluir dentro del mismo las ventas de mercancías que</p>

1988	
MAYO	<p>no salgan físicamente del territorio español y los contratos de obra y asistencia técnica de residentes en favor de no residentes. Por último, se suprime el trámite de verificación administrativa previa en la concesión por entidades delegadas residentes de créditos a no residentes y destinados al pago de las exportaciones y sus gastos conexos. (OM de 10-5-88 y Resolución la Dirección General de Transacciones Exteriores de 10-5-88)</p> <p>BANCO DE ESPAÑA: INTERVENCION EN LOS MERCADOS MONETARIOS. El Banco de España ha tomado el acuerdo de realizar sus intervenciones en el mercado monetario a través de los creadores de mercado, sustituyendo en esta función a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero. Además, ha modificado la instrumentación de las intervenciones destinadas a inyectar liquidez, ya que ahora se basan en unos contratos de opción de compra sobre la cartera de valores anotados libres de cargas de cada creador de mercado a favor del Banco de España. (ACEBE de 24-5-88)</p> <p>CAJAS DE AHORRO: ORGANOS RECTORES. Entre otros extremos, se ha dispuesto que, en las asambleas generales de las cajas de ahorro fundadas por corporaciones locales, el porcentaje de participación correspondiente a los ayuntamientos en cuyo término municipal tenga abierta oficina la entidad es del 40 %, sin que este porcentaje se acumule, en estos casos, al 11 % correspondiente a la corporación local fundadora. De esta manera, queda unificado el tratamiento al respecto de todas las cajas de ahorro, con independencia de quien haya sido su fundador. (RD 596/1988, de 27-5)</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA: OBLIGACIONES DE INFORMACION. Las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable han quedado obligadas a calcular diariamente el valor teórico de sus acciones, como cociente entre el valor patrimonial de la sociedad y el número de acciones en circulación, y a publicarlo en el boletín oficial de la bolsa donde coticen la sociedad y remitirlo semanalmente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera acompañado, cada dos semanas, de un informe de auditoría que certifique el correcto cálculo del mismo. (OM de 31-5-88)</p>
JUNIO	<p>ENTIDADES DELEGADAS: PRESTAMOS FINANCIEROS EXTERIORES. Con el objeto de limitar el endeudamiento exterior a corto plazo de los residentes, el Banco de España ha elevado de uno a tres años la vida media mínima de los préstamos financieros exteriores no necesitados de autorización administrativa previa, aunque se mantiene el requisito de que el contravalor de los mismos no sea superior a 1.500 millones de pesetas. (CBE 6/1988, de 10-6)</p> <p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACION ELECTRONICA: REGLAMENTO. Se han publicado las normas de funcionamiento del novedoso Sistema Nacional de Compensación Electrónica, y los de composición de la comisión asesora del mismo. (CBE 8/1988, de 14-6)</p> <p>ENTIDADES DE DEPOSITO: CEDULAS PARA INVERSIONES. En consonancia con el nuevo régimen jurídico del Instituto de Crédito Oficial, se ha dispuesto que las entidades de depósito modifiquen la clasificación sectorial de las cédulas para inversiones que mantienen en su cartera, ya que deben figurar como activos frente al crédito oficial y no como activos frente al sector público. (OCBE de 15-6-88)</p> <p>BONOS DEL ESTADO: SUSCRIPCION. Se ha modificado el mecanismo de presentación de peticiones para la suscripción de bonos del Estado representados en anotaciones en cuenta en la fase posterior a la subasta, al desaparecer la obligación de presentar aquellas a través de una entidad gestora o en el Banco de España directamente, y permitirse la presentación a través de cualquier intermediario financiero autorizado para recibir peticiones de bonos del Estado representados en títulos valores, independientemente de que ostenten o no la condición de entidad gestora del sistema de anotaciones en cuenta. (OM de 16-6-88)</p> <p>ENTIDADES DE DEPOSITO: INFORMACION A CLIENTES. Se han aumentado los requisitos de transparencia en las operaciones que las entidades de depósito realizan con sus clientes, ampliándose el contenido informativo de los documentos contractuales que las entidades de depósito deben entregar a sus clientes en determinados supuestos. (OM de 16-6-88)</p>

1988

BOLSAS OFICIALES DE COMERCIO. Se ha levantado la prohibición que existía para que agentes adscritos a diferentes bolsas cruzaran operaciones entre sí, y se ha suprimido la cotización calificada por considerarla un sistema que discrimina unos valores de otros, con lo que queda un único régimen de cotización en Bolsa.

(RD 650/1988, de 24-6)

PRODUCCION DE SEGUROS PRIVADOS. Se ha desarrollado reglamentariamente la producción de seguros privados, facilitándose el ejercicio efectivo de la libertad de establecimiento y de libre prestación de servicios en los países del ámbito comunitario europeo, y permitiendo el acceso a la actividad mediadora de seguros privados de personas jurídicas a través de la constitución de agencias y corredurías.

(RD 690/1988, de 24-6)

OPCIONES SOBRE DIVISAS. Las entidades delegadas han sido autorizadas para comprar y vender opciones, tanto de compra como de venta, sobre divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado español, siendo libres las condiciones (plazo, precio, tipo de cambio, etc.) y el sistema de la opción (europeo o americano). En concreto, queda completamente liberalizada la venta de opciones a residentes contra pesetas ordinarias por operaciones de balanza de pagos; la compra y venta de opciones a otras entidades delegadas, tanto contra pesetas ordinarias como contra divisas; y la compra de opciones a no residentes contra pesetas convertibles o contra divisas. Con algunas limitaciones, también son permitidas las compras de opciones a residentes. El Banco de España queda facultado para imponer limitaciones a las entidades que quieran acceder a este mercado.

(CBE 9/1988, de 28-6)

JULIO

ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO. El Banco de España ha revisado los requisitos que deben cumplir las entidades gestoras que ostentan la calificación de creadores de mercado, haciendo más exigentes los compromisos mínimos de cotización que deben asumir y modificando a la baja el saldo mínimo de deuda anotada por cuenta de terceros que tienen que gestionar.

(ACEBE de 6-7-88)

AUDITORIA DE CUENTAS. Por primera vez en España, se ha establecido un marco general para la auditoría de cuentas que, entre otras cosas, obliga a presentar anualmente estados contables auditados, sin perjuicio de lo dispuesto en la normativa específicamente aplicable a cada caso, a las bolsas oficiales de comercio, a las entidades emisoras de obligaciones a través de oferta pública, a las personas físicas y jurídicas que se dediquen a la actividad de intermediación financiera, y a las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

(Ley 19/1988 de 12-7)

COEFICIENTE DE CAJA: ACTIVOS DE COBERTURA Y NIVEL. Ha sido modificada la estructura del coeficiente de caja, excluyéndose el efectivo en caja, billetes y monedas de curso legal en España, del grupo de activos válidos para su cobertura. Por otra parte, se ha modificado a la baja el nivel del coeficiente, que pasa del 18,5 al 16,5 % en el caso de bancos y cajas de ahorros y del 16 al 15,5 % en el caso de los demás intermediarios financieros sujetos, estableciéndose un tramo remunerado del 11,5 % en el primer caso y de un 12,5 % en el segundo frente al 16 % anterior.

(OM de 21-7-88 y CBE 10/1988, de 22-7)

ENTIDADES DE DEPOSITO: TIPOS DE INTERES PREFERENCIALES. El Banco de España ha modificado la definición del tipo de interés preferencial, de forma que ha de entenderse como el tipo de interés que las entidades de depósito aplican a sus clientes de mayor solvencia incluidos en el sector privado, en operaciones de crédito a corto plazo y de importante cuantía. Además, se exige únicamente la publicación de este tipo, y no, como se exigía anteriormente, la del tipo preferencial para varias operaciones.

(CBE 11/1988, de 27-7)

MERCADO DE VALORES. El régimen jurídico aplicable a los mercados de valores, ha sufrido una profunda transformación centrada en la creación de una entidad de derecho público, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a la que se otorgan las competencias relacionadas con el funcionamiento, supervisión e inspección de los mercados de valores. Se consagra el principio de libertad de emisión de acciones sin necesidad de autorización, salvo regladas excepciones; se introducen normas severas respecto a la publicidad de las emisiones; y se abre la posibilidad de emitir acciones representadas en anotaciones en cuenta. Los mercados secundarios se clasifican en tres tipos: bolsas de valores, mercado de deuda pública representada en anotaciones en cuenta, y otros mercados secundarios que se puedan crear. En las bolsas de valores, la novedad más sobresaliente es la desaparición del requisito de la fe pública obligatoria, salvo casos excepcionales, y del agente mediador individual, sustituido por las sociedades y agencias de valores, nuevas figuras de intermediación financiera que se diferencian en la posibilidad de tomar

posiciones por cuenta propia que tienen las primeras. La creación de las bolsas de valores se atribuye al gobierno y, en su caso, a las comunidades autónomas competentes, y se establece que cada bolsa deberá estar regida por una sociedad anónima cuyo capital será propiedad de las sociedades y agencias de valores miembros de la misma en cada momento. Se prevé la creación de un sistema de interconexión bursátil de ámbito estatal, gestionado por una sociedad constituida por las sociedades rectoras, y de un servicio de compensación y liquidación de valores. En otro orden de cosas, se regulan las ofertas públicas de adquisición de acciones y se establece un rígido código de conducta y régimen sancionador. Además de abordar algunos aspectos fiscales de la negociación de valores, se disponen normas transitorias para la introducción de las novedades comentadas.

(Ley 24/1988, de 28-7)

INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA. Se ha adaptado el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva a la nueva regulación de los mercados de valores, y, en especial, a las competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Además, se ha endurecido la normativa relativa a las inversiones de estas instituciones.

(Ley 24/1988, de 28-7)

DISCIPLINA E INTERVENCION DE LAS ENTIDADES DE CREDITO. Se ha establecido un nuevo marco legal para la supervisión del sistema crediticio que otorga amplios poderes al Banco de España, y cuyo ámbito de aplicación se extiende a las entidades de crédito —entre las que novedosamente se incluyen el Instituto de Crédito Oficial, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las sociedades de arrendamiento financiero— y a las personas físicas que ostentan cargos de administración o dirección en las mismas. Se asignan al Banco de España competencias en relación con el registro, control e inspección de las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, el Instituto de Crédito Oficial y las entidades oficiales de crédito, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las sociedades de arrendamiento financiero, y las sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento, además de bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito tradicionalmente sujetas a su potestad. Se incorpora un nuevo y endurecido régimen disciplinario y sancionador para las entidades de crédito y en el que las competencias instructoras recaen en el Banco de España y las sancionadoras se reparten entre éste y el Ministerio de Economía y Hacienda, excepto la revocación de la autorización que se atribuye al Consejo de Ministros. También se contemplan, en determinados casos, medidas de intervención de las entidades de crédito y de sustitución de sus órganos de administración. Además de levantar algunas restricciones operativas de las entidades de crédito, se introduce un nuevo régimen de control de las participaciones en el capital de aquéllas que tengan la forma jurídica de sociedad anónima, que obliga a comunicar los cambios en la composición del capital que impliquen el control del 5 % o más del mismo y a solicitar autorización del Banco de España si tales cambios implican el control del 15 % de la entidad, y que exige autorización administrativa para la realización de acuerdos de absorción o fusión entre firmas bancarias. Una última novedad reseñable es la inclusión, dentro de los recursos propios de las cajas de ahorro, de las cuotas participativas que emitan.

(Ley 26/1988, de 29-7)

OPERACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO. Se ha acometido la regulación general de las operaciones de arrendamiento financiero, modificándose algunos aspectos de su régimen fiscal y estableciéndose plazos mínimos para la duración de los contratos.

(Ley 26/1988, de 29-7)

DISCIPLINA DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y REASEGURADORAS. Las entidades aseguradoras y reaseguradoras han sido sometidas a un régimen disciplinario y sancionador similar al aplicable a las entidades de crédito. Por otro lado, quedan obligadas a comunicar a la Dirección General de Seguros las tomas de capital iguales o superiores al 5 %.

(Ley 26/1988, de 29-7)

SEPTIEMBRE

OPERACIONES A PLAZO DE DEUDA ANOTADA. El Banco de España ha regulado las operaciones de compraventa simple a plazo sobre deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, como paso previo para la organización de un mercado para tales operaciones que permita el acceso a las mismas, a través de las entidades gestoras, de terceros no titulares. Se consideran operaciones de compraventa simple a plazo aquellas en las que median cinco o más días hábiles entre la fecha de la contratación y la fecha de ejecución del contrato. Se permite, con acuerdo de las partes, la liquidación por diferencias de la operación en cualquier fecha del plazo o incluso en la pactada para su ejecución. Al igual que en el resto de operaciones con deuda anotada, la tramitación y liquidación de las compraventas simples a plazo debe realizarse por medio del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España.

(CBE 12/1988, de 8-9)

1988	
	<p>ENTIDADES DE DEPOSITO: PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS Y COBERTURAS EN MATERIA DE PENSIONES. El Banco de España ha acelerado el ritmo de adaptación de las entidades de depósito a los objetivos marcados el pasado año con respecto a los fondos de provisión para insolvencias y coberturas en materia de pensiones de su personal activo y pasivo, fijando el 31 de diciembre de 1988 como nueva fecha tope para el cumplimiento de tales objetivos. En el caso concreto de las coberturas en materias de pensiones, el Banco de España queda facultado para conceder, a las entidades que lo soliciten, planes especiales de adaptación al nuevo calendario en razón de circunstancias específicas. (Resolución del Banco de España de 15-9-88)</p> <p>CREACION DE BANCOS PRIVADOS E INSTALACION DE ENTIDADES DE CREDITO EXTRANJERAS. Se ha promulgado una nueva regulación sobre creación de bancos privados e instalación en España de entidades de crédito extranjeras. Para la creación de bancos se exige autorización administrativa previa, con informe del Banco de España, y disponer de un capital social de 1.500 millones de pesetas íntegramente desembolsado. Se relajan algunas de las limitaciones operativas para los bancos en sus primeros años de funcionamiento, como las relativas a operaciones en moneda extranjera, aunque, entre otras restricciones, se prohíbe repartir dividendo en los tres primeros ejercicios, se limita la apertura de oficinas durante este período, y se mantiene la tutela especial del Banco de España durante los cinco primeros años de actividad. Se han introducido nuevas y rigurosas exigencias con respecto a las condiciones de honorabilidad y profesionalidad de los miembros de los consejos de administración y para los cargos directivos de los bancos, y se ha facultado al Ministro de Economía y Hacienda para que, hasta el 1-1-93, pueda denegar, por medio de resolución motivada y por razones tasadas, la autorización de creación de nuevos bancos. Con respecto a las entidades de crédito extranjeras, se siguen distinguiendo entre filiales, sucursales y oficinas de representación; se establecen para las dos primeras los mismos requisitos de autorización que para los bancos nacionales, aunque condicionados por la existencia o no del principio de reciprocidad con el país donde radique la casa matriz de la filial o sucursal; y se mantienen las limitaciones operativas para la captación de financiación ajena no interbancaria y para la apertura de oficinas. (RD 1144/1988, de 30-9)</p> <p>PLANES Y FONDOS DE PENSIONES: REGLAMENTO. Se ha publicado el desarrollo reglamentario de la ley 8/1987, de planes y fondos de pensiones, que concreta aspectos relativos a criterios de valoración, auditoría e inspección de planes y fondos, tratamiento fiscal, régimen transitorio aplicable a las entidades de previsión social, fundaciones laborales y otras instituciones de previsión del personal, y al procedimiento de inscripción registral de los planes y fondos de pensiones. En otro orden de cosas, se ha concretado el régimen fiscal aplicable a las dotaciones realizadas por empresas para la cobertura de pensiones del personal desde la entrada en vigor de la ley 8/1987 hasta la publicación del reglamento. (RD 1307/1988, de 30-9; OM de 7-11-88 y disposición adicional decimotercera de la ley 39/1988, de 28-12)</p>
OCTUBRE	<p>SERVICIO TELEFONICO DEL MERCADO DE DINERO. Las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las juntas sindicales de las bolsas de comercio han sido autorizadas para realizar transferencias interbancarias, con lo que quedan asimiladas a bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. (Modificaciones de octubre de 1988 a la CBE 16/1987, de 2-12)</p> <p>BONOS DEL ESTADO; PROCEDIMIENTO DE SUSCRIPCION. Se ha simplificado el procedimiento de suscripción de los bonos del Estado, al desaparecer el denominado cupón complementario de intereses prepagable en el momento de la suscripción. De esta manera, las peticiones aceptadas cuyo precio ofrecido sea igual o superior al precio medio ponderado, se adjudicarán a dicho precio medio, mientras que aquellas cuyo precio ofertado sea inferior al medio lo serán al precio ofrecido. (OM de 26-10-88)</p>
NOVIEMBRE	<p>ENTIDADES DE CREDITO: ALTOS CARGOS. El Banco de España ha dispuesto que el Instituto de Crédito Oficial, las entidades oficiales de crédito, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las sociedades de garantías recíproca y reafianzamiento y las sociedades de tasación, le remitan una relación nominal de las personas que desempeñan cargos de administración en las mismas y las modificaciones que pueda sufrir en lo sucesivo, al igual que venían haciendo bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. (CBE 13/1988, de 27-10)</p> <p>ENTIDADES DE DEPOSITO: NORMAS CONTABLES. El Banco de España ha definido las normas y las rúbricas de balance y cuenta de resultados necesarias para la contabilización de las novedosas operaciones de compraventa simple a plazo de deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta realizadas por las entidades de depósito. También ha definido normas de valoración, en el sentido de que estas operaciones se valoren siempre por el efectivo contratado. (Modificaciones de noviembre de 1988 a la CBE 22/1987, de 29-6)</p>

1988

DICIEMBRE

ENTIDADES ASEGURADORAS: CAPITALS Y FONDOS MUTUALES MINIMOS. Las entidades aseguradoras constituidas como sociedades anónimas o como sociedades mutuas, han visto elevarse las cifras mínimas de capital social o fondo mutual, respectivamente, que deben mantener. Especialmente notable ha sido la elevación de la cifra correspondiente a las entidades que practiquen el ramo de vida, ya que pasa de 320 a 1.500 millones de pesetas.

(RD 1390/1988, de 18-11)

ENTIDADES DE DEPOSITO: TIPOS DE INTERES, COMISIONES Y NORMAS DE ACTUACION CON LA CLIENTELA. Han sido endurecidas las normas relativas a la transparencia de las relaciones de las entidades de depósito con sus clientes. En concreto, se ha hecho preceptiva la inclusión en los contratos bancarios de todos los costos y gastos a cargo del cliente, se ha prohibido la imputación de gastos derivados de servicios no solicitados o aceptados por el mismo, y también se ha prohibido usar tipos de interés propios como referencia de las operaciones activas y pasivas concertadas a tipo de interés variable. Por otro lado, se han acortado significativamente los plazos para hacer efectivos los adeudos y, sobre todo, los abonos, y se mantiene la obligación para las entidades de depósito de publicar sus tarifas y comisiones.

(CBE 15/1988, de 5-12; OM de 29-12-88; y CBE 16/1988, de 29-12)

VOCALS DEL CONSEJO SUPERIOR BANCARIO. Se ha arbitrado el mecanismo electoral necesario para que los bancos resultantes de un proceso de fusión conserven, en el Consejo Superior Bancario, la representación que les corresponde proporcionalmente a sus recursos e importancia.

(OM de 15-12-88)

INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR. Han sido levantadas algunas de las limitaciones que todavía existían sobre las inversiones españolas en el exterior. En concreto, se suprime la necesidad de autorización administrativa previa para las inversiones directas en sociedades cuyo objeto social sea la adquisición, tenencia y explotación de bienes inmuebles; se eliminan los límites cuantitativos a las inversiones en inmuebles y en valores, aunque se mantienen las trabas para la adquisición de valores denominados en pesetas y emitidos en el extranjero; y se autorizan las operaciones de compraventa de futuros y de opciones sobre valores, futuros o activos cuya adquisición esté liberalizada, y la adquisición de certificados representativos de metales preciosos.

(OM de 19-12-88)

OPERACIONES DE COASEGURO COMUNITARIO. Se han adaptado las operaciones de coaseguro realizadas por entidades aseguradoras españolas a la normativa comunitaria sobre la materia, de modo que, con algunas limitaciones cuantitativas hasta 1992, los aseguradores españoles pueden cubrir sus grandes riesgos concertando operaciones de coaseguro con entidades aseguradoras residentes en estados miembros de la Comunidad Económica Europea, tanto en calidad de abridores como de simples coaseguradores.

(RD 1545/1988, de 23-12)

PRESUPUESTOS DEL ESTADO PARA 1989. Entre otras disposiciones, la ley de presupuestos del Estado para 1989 ha autorizado un incremento del saldo vivo de la deuda del Estado de 1.594 miles de millones de pesetas, mantiene el interés legal de dinero en el 9 %, reduce el interés de demora del 11,5 % al 11 %, y concede a Rumasa un préstamo de 299.500 millones de pesetas para cancelar las deudas derivadas de su proceso de expropiación, de modo que el Estado quede como único acreedor de dicha sociedad. En otro orden de cosas, se ha suprimido la obligación de fijar anualmente un límite máximo para la circulación de moneda metálica, y se han integrado, dentro del balance del Banco de España, las carteras de renta, de circulación fiduciaria y de mercado abierto, pasando los valores y efectos de todas ellas a constituir la cartera de valores del Banco de España, de la cual éste podrá disponer con fines de regulación del mercado de dinero.

(Ley 37/1988, de 28-12)

FONDO DE GARANTIA DE DEPOSITOS EN ENTIDADES BANCARIAS. Ha sido reformado el régimen de aportaciones al fondo de garantía de depósitos en entidades bancarias, de manera que los bancos deberán realizar aportaciones anuales por importe equivalente al 2 por mil de sus depósitos —anteriormente, 1,2 por mil— y el Banco de España deberá realizar aportaciones anuales iguales al 50 % de aquellas —anteriormente, el 100 %—. El gobierno queda facultado para elevar las aportaciones de las entidades bancarias si la situación económica del fondo lo requiere.

(Ley 37/1988, de 28-12)

SEGURO DE CREDITO A LA EXPORTACION. La Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE) ha sido autorizada para aceptar reaseguro y para suscribir convenios sobre moratorias y

1988	<p>remisiones de deuda con países en los que se dan circunstancias calificables de riesgo político o extraordinario. (Ley 37/1988, de 28-12)</p> <p>ENTIDADES DE CREDITO: COEFICIENTE DE INVERSION. El gobierno ha quedado facultado para reducir e incluso suprimir el coeficiente de inversiones obligatorias de las entidades de crédito. (Ley 37/1988, de 28-12)</p> <p>CAJAS DE AHORRO: EXPANSION TERRITORIAL. Se ha liberalizado la apertura de oficinas de las cajas de ahorro fuera del territorio de la comunidad autónoma en la que tengan su sede central, aunque el Ministro de Economía y Hacienda puede limitar el alcance de tal práctica hasta el 31 de diciembre de 1992. En una clara alusión a las operaciones de seguro realizadas por algunas cajas de ahorro, en las nuevas oficinas que se abran se prohíbe la realización de actividades distintas de las estrictamente contenidas dentro del ámbito propio de las cajas de ahorro. (RD 1582/1988, de 29-12)</p> <p>ENTIDADES ASEGURADORAS: PROVISIONES TECNICAS. Se han incluido nuevos activos entre los aptos para cubrir las inversiones de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras. (OM de 31-12-88)</p>
1989	<p>ENERO</p> <p>PARTICIPACION DE ESPAÑA EN ORGANISMOS INTERNACIONALES. Se ha autorizado al gobierno para disponer lo necesario para que el Reino de España participe en la ampliación de recursos de la Asociación Internacional de Fomento y en los aumentos selectivo y general de capital del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF). La suscripción de acciones correspondientes a la ampliación selectiva de capital del BIRF tiene como finalidad aumentar la presencia relativa de España en dicho organismo. (Leyes 1/1989 y 2/1989, de 12-1)</p> <p>ENTIDADES DE DEPOSITO: COEFICIENTE DE INVERSION OBLIGATORIA. Se ha establecido un calendario para la reducción gradual del coeficiente de inversiones obligatorias de las entidades de depósito hasta su total desaparición el 31-12-1992. El tramo correspondiente a inversiones obligatorias en pagarés del Tesoro y otras deudas del Estado que el gobierno califique como computables, se fija, como mínimo, en el 90 % del coeficiente total vigente en cada momento para los bancos y cajas de ahorro, excepción hecha del Banco Exterior de España que deberá cubrir la totalidad del mismo con créditos destinados a financiar determinadas exportaciones, y en el 70 % para las cajas rurales, las cuales deberán materializar el resto de sus inversiones obligatorias en determinados activos destinados a la financiación del sector primario y a la mejora del medio rural. Por su parte, el Banco de España ha dictado las normas necesarias para la aplicación práctica del calendario de reducción y, en especial, las reglas de cómputo del coeficiente en las decenas dentro de los cuales se encuentre alguna fecha de reducción. (RD 37/1989, de 13-1 y CBE 6/1989, de 24-2)</p> <p>CREACION DE DEUDA DEL ESTADO DURANTE 1989. Como en años anteriores, se han fijado las condiciones de emisión de la deuda del Estado durante 1989 y el mes de enero de 1990. Como novedades más destacables aparecen la exclusiva representación de la deuda a emitir en anotaciones en cuenta, y la incorporación, desde el 1-6-1989, de los pagarés del Tesoro al sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, al cual ya estaban incorporadas las letras del Tesoro y la deuda del Estado a medio y largo plazo. En relación con los pagarés, se prohíbe la transformación de títulos representados en anotaciones en cuenta a títulos físicos o a títulos fungibles. Otra novedad radica en que, después de casi dos años, vuelven a programarse emisiones de obligaciones del Estado a largo plazo (más de cinco años), cuyas características básicas son similares a las de los bonos del Estado. Por último, se ha dejado abierta la posibilidad de emitir, excepcionalmente, las letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado sin mediación de subasta, mediante la oferta en suscripción en condiciones fijadas totalmente de antemano. (OM de 11-1-89; RD 91/1989, de 27-1; OM de 27-1-89; y OM de 20-3-89)</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: ELEVACION DEL NIVEL. Con carácter transitorio y a consecuencia de la evolución de la situación monetaria, el Banco de España ha dispuesto una elevación en el nivel del coeficiente de caja de los intermediarios financieros. En el caso de bancos y cajas de ahorro, el coeficiente total pasa</p>

1989	
	<p>del 16,5 % al 18 % dentro del tramo no remunerado; para las cajas rurales, el coeficiente se eleva del 15,5 % al 17 % y el tramo remunerado del 12,5 % al 13,5 % y finalmente, el resto de intermediarios sujetos a coeficiente ven subir éste del 15,5 % al 17,5 % dentro del tramo no remunerado. (CBE 2/1989, de 31-1)</p> <p>PRESTAMOS EXTERIORES: DEPOSITO PREVIO. El Banco de España ha impuesto, con carácter provisional, la obligación de constituir un depósito previo en algunas operaciones de financiación exterior. En concreto, se ha obligado a las entidades delegadas por cuya mediación se produzcan disposiciones o utilizations netas de créditos, excluidas refinanciaciones, a constituir en el Banco de España un depósito no remunerado por importe del 30 % del valor en pesetas de cada disposición o utilización, a cancelar en la fecha o fechas de amortización del préstamo. La misma obligación se ha establecido en relación con los anticipos sobre exportaciones con carácter de préstamo financiero, que no comercial. En cualquier caso, quedan excluidas las financiaciones exteriores cuya titularidad corresponde al Tesoro público español y las que tengan una duración superior a cinco años y su finalidad sea constituir vínculos económicos duraderos. En otro orden de cosas, las entidades delegadas también han quedado obligadas a constituir y mantener en el Banco de España un depósito en pesetas, sin remuneración, por un importe equivalente al 20 % del contravalor en pesetas del incremento experimentado, desde el 1-2-89, por su posición vencida divisa/peseta. (CBE 1/1989, de 31-1)</p> <p>FEBRERO</p> <p>AVALES Y GARANTIAS CON EL EXTERIOR: LIBERALIZACION. La Dirección General de Transacciones Exteriores (DGTE) ha autorizado con carácter general, lo cual exime del requisito de solicitar la autorización particular en cada caso concreto, la prestación de garantías por no residentes respecto de obligaciones entre residentes por cuantía superior a cien millones de pesetas (las de cuantía inferior a esta cifra ya se encontraban liberalizadas) y siempre que los pagos al exterior por comisiones y corretajes derivados de la prestación de la garantía no superen el 1 % de cada aval. También ha sido autorizada, con carácter general, la prestación de garantías por residentes respecto de las obligaciones de no residentes frente a residentes, siempre que se refieran a créditos relacionados con transacciones comerciales o de servicios en las que participe un residente y estén liberalizadas. (OM de 16-2-89 y Resolución de la DGTE de 16-2-89)</p> <p>SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO. El Banco de España ha modificado algunas normas operativas del mercado de deuda anotada, al disponer que, en los caso de canje y de amortización voluntaria, la entidad solicitante deberá poseer los importes nominales de deuda afectados por el canje a la fecha de la petición, de modo que tales importes únicamente podrán estar afectos a compromisos de reventa hasta el día anterior a la fecha de canje, y al establecer que en las operaciones con pacto de recompra en fecha fija que coincida con un día festivo, tal operación se cumplimentará el día hábil inmediatamente anterior y no el posterior. (CBE 5/1989, de 24-2)</p> <p>ENTIDADES DE CREDITO: CENTRAL DE INFORMACION DE RIESGOS. El Banco de España ha ampliado la relación de entidades obligadas a presentar declaraciones en la Central de Información de Riesgos, como consecuencia de la nueva definición de entidades de crédito implícita en la ley de disciplina e intervención. A partir del 30-6-89, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y las sociedades de arrendamiento financiero tendrán que declarar sus riesgos con los mismos requisitos que vienen haciéndolo actualmente bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito, Instituto de Crédito Oficial, Banco de España, fondos de garantía de depósitos y sociedades de garantía recíproca. (CBE 7/1989, de 24-2)</p> <p>MARZO</p> <p>FINANCIACION A LA VIVIENDA. Se ha establecido un nuevo marco jurídico sobre créditos para financiación de actuaciones protegibles en materia de vivienda, sustituto del vigente desde finales de 1987, que, entre otras novedades, extiende a las viviendas usadas el régimen de ayudas públicas, mejora las condiciones de actuación de los promotores públicos en régimen especial de protección, y permite el acceso de las cooperativas al mismo régimen de ayudas que éstos últimos. (RD 224/1989, de 3-3)</p> <p>ENTIDADES DE DEPOSITO: RECURSOS PROPIOS. El Banco de España ha establecido un tratamiento específico, dentro del coeficiente de recursos propios de las entidades de depósito, para las financiaciones otorgadas por las entidades y destinadas a la compra de acciones y títulos representativos del capital de la propia entidad. Los créditos concedidos a sus propios empleados para tal fin quedan sujetos a un coeficiente del 35 %, similar al vigente para el activo real, las acciones y las participaciones bancarias y las financiaciones subordinadas, de manera que de cada 100 pesetas otorgadas en crédito destinados</p>

a la compra de acciones de la entidad, 35 pesetas deben engrosar la cifra de recursos propios mínimos de la misma. En el caso de créditos concedidos a terceros el coeficiente se fija en el 100 %, similar al aplicable para el activo ficticio.

(CBE 8/1989, de 15-3)

DEUDA DEL ESTADO: OPERACIONES A PLAZO, A FUTUROS Y OPCIONES. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) ha dado un nuevo impulso al mercado de deuda pública representada en anotaciones en cuenta, al permitir la realización de operaciones de compraventa simple a plazo por personas físicas o jurídicas no titulares de cuenta en la Central de Anotaciones, aunque establece la limitación de que el valor nominal unitario de las operaciones no sea inferior a cien millones de pesetas y que deben realizarse con una entidad gestora, y al sentar las bases para que las entidades gestoras establezcan un sistema de compensación y liquidación que permita la contratación de futuros y opciones sobre deuda anotada. Los contratos de futuros podrán tener por objeto la compraventa aplazada, simple o con pacto de recompra, de deuda del Estado instrumentada mediante anotaciones en cuenta, o la compraventa aplazada, simple o con pacto de recompra de un valor nominal o de una combinación de valores cuyo precio y demás características se deriven de valores concretos de deuda del Estado anotada. En cualquier caso, se dispone obligatoriamente la liquidación diaria de las pérdidas latentes en el contrato. (Resolución de la DGTPF de 21-3-1989)

LETRAS DEL TESORO: TRATAMIENTO FISCAL. Han sido sometidos a retención los rendimientos procedentes de letras del Tesoro obtenidos por no residentes sin mediación de establecimiento permanente en España. El tipo de la retención, tanto para el impuesto sobre la renta de las personas físicas como para el impuesto sobre sociedades, está fijado en el 20 % por la ley de presupuestos para 1989, aunque si se trata de casos en que sea aplicable un convenio de doble imposición el tipo aplicable será el establecido en el propio convenio. Las entidades gestoras del sistema de anotaciones en cuenta quedan obligadas a retener e ingresar en el Tesoro los importes que correspondan.

(RDL 1/1989, de 22-3)

SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES. Desarrollando lo preceptuado en la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, se ha establecido el régimen jurídico relativo a la creación y actuación de las sociedades y agencias de valores, que sustituirán a partir del 29-7-89 a los agentes de cambio y bolsa. Se establece un capital mínimo de 750 millones de pesetas para las sociedades de valores, que pueden realizar operaciones tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, y de 150 millones de pesetas para las agencias de valores, que únicamente pueden actuar por cuenta de terceros. Se prohíbe la participación en el capital de estas instituciones a los socios de otras sociedades o agencias de valores, a no ser que se trate de sociedades o agencias cuyos ámbitos de actuación sean mutuamente excluyentes, se establecen incompatibilidades para los miembros del consejo de administración de las mismas, y se imponen normas estrictas de control y publicidad de la titularidad del capital social. Sociedades y agencias de valores quedan sujetas a un coeficiente de liquidez, a establecer por el Ministerio de Economía y Hacienda entre el 5 y 10 por ciento sobre el pasivo exigible total, y a un coeficiente de solvencia o recursos propios, también a determinar por el Ministerio, por grupos de activo de riesgos y que, como mínimo, implicará que las sociedades y agencias mantengan un nivel de recursos propios equivalente al 5 % del importe total de sus activos de riesgo.

(RD 276/1989, de 22-3)

REGIMEN FISCAL DE LOS DERECHOS DE SUSCRIPCION. Se ha introducido un nuevo sistema de tributación para los derechos de suscripción de las ampliaciones de capital en los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades. En el caso de sociedades que coticen en bolsa y en el de aquellas que soliciten en el plazo de dos meses después de la ampliación la admisión a cotización, sigue aplicándose el régimen fiscal anterior si el valor de enajenación del derecho de suscripción es igual o inferior al valor de adquisición de la acción, de modo que el valor de venta del derecho se considera como menor valor de adquisición de las acciones y tributa como plusvalía en el momento de la enajenación de éstas. En el caso contrario y en el de sociedades que no coticen en bolsa, la enajenación del derecho de suscripción pasa a tener la consideración de incremento de patrimonio en el ejercicio en que se produzca la transmisión del mismo, con tratamiento de renta irregular obtenida entre el momento de compra de las acciones y el momento de venta de los derechos.

(RDL 1/1989, de 22-3)

2. INDICE SISTEMATICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACION

Materias	Boletín Económico	Pág.
I. BANCO DE ESPAÑA		
a) <i>Instrumentación de la política monetaria</i>		
— Coeficiente de caja: tipo de interés del tramo remunerado	abril 1988	62
— Intervención del Banco de España en el mercado monetario	julio-agosto 1988	76-77
— Coeficiente de caja: activos de cobertura	octubre 1988	58-59
— Coeficiente de caja: reducción del nivel	octubre 1988	58-59
— Coeficiente de caja: elevación del nivel	abril 1989	33
b) <i>Control de cambios</i>		
— Posiciones cortas de las entidades delegadas	abril 1988	61
— Intervención del Banco de España en el mercado de divisas	abril 1988	60-61
— Préstamos financieros exteriores	julio-agosto 1988	74
— Mercado de divisas a plazo	julio-agosto 1988	74-75
— Cobros y pagos exteriores relacionados con operaciones comerciales	julio-agosto 1988	75-76
— Opciones sobre divisas: autorización	octubre 1988	59
— Inversiones españolas en el exterior	enero 1989	51-52
— Depósito previo en determinadas operaciones de financiación exterior	abril 1989	33-34
— Liberalización de avales y garantías exteriores	abril 1989	38
c) <i>Sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado</i>		
— Entidades gestoras: reconocimiento de las juntas sindicales	abril 1988	61
— Creadores de mercado y mediadores entre negociantes	abril 1988	60
	octubre 1988	59-60
— Saldo mínimo por cuenta de terceros de las entidades gestoras	abril 1988	61
	julio-agosto 1988	77
— Operaciones de compraventa simple a plazo	octubre 1988	60-61
	abril 1989	35
— Opciones y futuros sobre deuda anotada	abril 1989	35
— Operativa en canjes y amortizaciones voluntarias	abril 1989	35-36
— Operativa en operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija	abril 1989	35-36
d) <i>Otras funciones</i>		
— Sistema Nacional de Compensación Electrónica	abril 1988	65
	julio-agosto 1988	79
— Interés legal del dinero e interés de demora	enero 1989	52-53
— Cartera de valores del Banco de España	enero 1989	52-53
— Circulación de moneda metálica	enero 1989	52-53
— Servicio Telefónico del Mercado de dinero	enero 1989	54
— Central de Información de Riesgos	abril 1989	38
II. ENTIDADES DE DEPOSITO		
a) <i>Normas comunes</i>		
— Fiscalidad de saldos dudosos y provisiones para insolvencias	abril 1988	63
— Crédito a la exportación con apoyo oficial	abril 1988	65
— Provisiones moneda extranjera	julio-agosto 1988	75
— Transparencia en relaciones con clientes	julio-agosto 1988	78
	enero 1989	50-51
— Contabilización de las cédulas para inversiones	julio-agosto 1988	78-79
— Disciplina e intervención	octubre 1988	56-58
— Tipos de interés preferenciales	octubre 1988	59
— Creación de bancos privados e instalación de entidades extranjeras	enero 1989	48-49
— Compromisos en materia de pensiones del personal	enero 1989	51
— Fondos de provisión para insolvencias	enero 1989	51
— Contabilización de compraventas simples a plazo de deuda anotada	enero 1989	54

Materias	Boletín Económico	Pág.
b) <i>Coefficientes</i>		
— Inversiones obligatorias: reducción y desaparición	enero 1989	54
	abril 1989	32-33
— Recursos propios: créditos para la adquisición de títulos representativos del capital de la entidad concedente	abril 1989	32
c) <i>Cajas de Ahorro</i>		
— Organos Rectores	julio-agosto 1988	77-78
— Expansión territorial	enero 1989	49-50
d) <i>Fondo de Garantía de depósitos</i>		
— Reducción de las aportaciones de las cajas de ahorro	abril 1988	62
— Aumento de las aportaciones de los bancos	enero 1989	51
e) <i>Otras funciones</i>		
— Distribución del excedente de las cooperativas de crédito	abril 1988	62-63
— Vocales del Consejo Superior Bancario	enero 1989	54
III. OTRAS ENTIDADES DE CREDITO		
— Registro de altos cargos	enero 1989	53-54
— Disciplina e intervención	octubre 1988	56-58
IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
— Información de las instituciones de inversión colectiva	julio-agosto 1988	79
— Entidades de previsión social: Comisión liquidadora	julio-agosto 1988	80
— Reglamento de producción del seguro privado	julio-agosto 1988	80
— Dependencia de las instituciones de inversión colectiva	octubre 1988 :	62-63
— Inversiones de las instituciones de inversión colectiva	octubre 1988	62-63
— Reglamento de los planes y fondos de pensiones	enero 1989	54-55
— Capital mínimo de las entidades aseguradoras	enero 1989	55
— Inversión de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras	enero 1989	55
— Operaciones de coaseguro comunitario	enero 1989	55-56
— Competencias de la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación	enero 1989	56
V. MERCADOS DE VALORES		
— Bolsas de comercio: operaciones entre agentes	julio-agosto 1988	79-80
— Bolsas de comercio: cotización calificada	julio-agosto 1988	79-80
— Nueva regulación legal	octubre 1988	61-62
— Sociedades y agencias de valores	abril 1989	36-37
VI. DEUDA DEL ESTADO		
— Condiciones de emisión durante 1988	abril 1988	63
— Límite de incremento del saldo vivo durante 1989	enero 1989	52-53
— Suscripción de bonos del Estado	enero 1989	53
— Condiciones de emisión durante 1989	abril 1989	34
— Tributación de no residentes por rendimientos de las letras del Tesoro	abril 1989	34-35
VIII. OTRAS MATERIAS		
— Participación de España en organismos internacionales	abril 1988	65
	abril 1989	38-39
— Auditoría de cuentas	octubre 1988	63
— Fiscalidad de los derechos de suscripción preferente	abril 1989	37-38
— Financiación de actuaciones protegibles en materia de vivienda	abril 1989	39

PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA (1)

INFORME ANUAL Y APENDICE ESTADISTICO

BOLETIN ECONOMICO (mensual)

BOLETIN ESTADISTICO (mensual)

BOLETIN ESTADISTICO E INDICADORES ECONOMICOS. Cintas magnéticas (mensual)

PUBLICACIONES DE LA CENTRAL DE BALANCES (2)

INDICADORES ECONOMICOS (decenal)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CREDITO

REGISTROS DE ENTIDADES DE CREDITO (anual)

BOLETIN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

ESTUDIOS ECONOMICOS (SERIE AZUL)

1. **Julio Rodríguez López:** Una estimación del producto interior bruto trimestral de España, 1958-1971 (1972). (Publicadas nuevas versiones en Documentos de Trabajo, núm. 8211 y 8301).
2. **Vicent Poveda Anadón y Pedro Martínez Méndez:** El empleo de tasas de variación como indicadores cíclicos (1973) (*).
3. **Ignacio Garrido Sánchez:** El rendimiento interno de las obligaciones, 1960-1973 (1974)(*).
4. **Francisco Martín Bourgón:** Rendimiento de una cartera de valores en España en el período 1961-1972 (1974)(*).
5. **José Manuel Olarra Jiménez:** Medidas de política monetaria adoptadas en el período 1957-1973 (1974) (2.ª edición: 1976).
6. **José Pérez Fernández:** Un modelo para el sector financiero de la economía española (1975) (*).
7. **Julio Rodríguez López:** Las encuestas coyunturales, su empleo en España (1975).
8. **Ana Sánchez Trujillo:** Relaciones econométricas sobre precios y salarios en la economía española (1977).
9. **José Pérez Fernández:** El tipo de rendimiento de las obligaciones y la demanda de depósitos (1977).
10. **Luis Angel Rojo y José Pérez Fernández:** La política monetaria en España: objetivos e instrumentos (1977) (*).
11. **Antoni Espasa:** Estimación y selección de modelos econométricos dinámicos (1978).
12. **Jesús Albarracín Gómez:** La función de inversión bajo una tecnología Putty-Clay: un intento de estimación para la economía española (1978).
13. **Julio Rodríguez López:** Una estimación de la función de inversión en viviendas en España (1978).
14. **José María Bonilla:** Funciones de importación y exportación en la economía española (1978).
15. **Antoni Espasa:** El paro registrado no agrícola, 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas (1978).
16. **Miguel Angel Arnedo Orbañanos:** Formulación de un índice de posición efectiva de la peseta mediante medias geométricas (1978).
17. **Adolfo Sánchez Real:** La financiación del sector eléctrico. La utilización del mercado de valores (1979).
18. **Antoni Espasa:** La predicción económica (1980).
19. **Agustín Maravall:** Desestacionalización y política monetaria. La serie de depósitos del sistema bancario (1981).
20. **Pedro Martínez Méndez:** El control monetario a través de la base monetaria: la experiencia española (1981).
21. **Agustín Maravall:** Errores de medición del crecimiento a corto plazo de series monetarias desestacionalizadas: una fundamentación estadística de las bandas de tolerancia (1981).

(1) Las publicaciones señaladas con asterisco se encuentran agotadas.

(2) Para detalle, véase página de Distribución, Tarifas y Modalidades de Suscripción.

22. **Ricardo Sanz:** Métodos de desagregación temporal de series económicas (1982). (Publicada versión inglesa en Documentos de Trabajo, núm. 8313).
23. **Pedro Martínez Méndez:** El proceso de ajuste de la economía española: 1973-1980 (1982).
24. **Rafael Alvarez Blanco:** El sector público en España: clasificación, fuentes y cuentas (1982).
25. **Agustín Maravall:** Detección de no-linealidad y predicción por medio de procesos estocásticos bilineales con una aplicación al control monetario en España (1982).
26. **Jesús Albarracín Gómez:** Las tendencias básicas de la población, el empleo y el paro en el período 1964 a 1980 (1982).
27. **Juan José Dolado:** Procedimientos de búsqueda de especificación dinámica: el caso de la demanda de M. en España (1982).
28. **Jimena García-Pardo:** La demanda de fuel-oil en España (1982).
29. **Gonzalo Gil:** Sistema financiero español (3.ª edición actualizada, 1984) (vol. extra). (Publicada una versión inglesa bajo el título Spanish Financial System).
30. **Claire Craik:** La formación de los precios alimenticios: 1968-1981 (1983).
31. **José Luis Malo de Molina:** Las series desagregadas de salarios (1983).
32. **Antoni Espasa:** Un estudio econométrico de la tasa de variación del empleo en la economía española (1983).
33. **José Viñals:** Los shocks de oferta y el proceso de ajuste macroeconómico (1983).
34. **José Luis Malo de Molina:** ¿Rigidez o flexibilidad del mercado de trabajo? La experiencia española durante la crisis (1983).
35. **Joaquína Paricio Torregrosa:** La dinámica salarial en el período 1963-1976. Un análisis desagregado (1984).
36. **Ignacio Mauleón:** La demanda de activos de caja del sistema bancario en el período 1978-1982: un estudio empírico (1984).
37. **Gonzalo Gil:** Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la Comunidad Económica Europea (vol. extra) (1985).
38. **Fernando Gutiérrez y Eduardo Fernández:** La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. **Pedro Martínez Méndez:** Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. **Ignacio Mauleón, José Pérez Fernández y Beatriz Sanz:** Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. **María Dolores Grandal Martín:** Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. **J. Ruiz-Castillo:** La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONOMICA (SERIE ROJA)

1. **Grupo de Estudios de Historia Rural:** Los precios del trigo y la cebada en España, 1891-1907 (1980).
2. **Esperanza Frax Rosales:** Puertos y comercio de cabotaje en España, 1857-1934 (1981).
3. **Esteban Hernández Esteve:** Contribución al estudio de la historiografía contable en España (1981).
4. **Grupo de Estudios de Historia Rural:** Los precios del aceite de oliva en España, 1891-1916 (1981).
5. **Carlos Barciela López:** La financiación del Servicio Nacional del Trigo, 1937-1971 (1981).
6. **Grupo de Estudios de Historia Rural:** El vino, 1874-1907: dificultades para reconstruir la serie de sus cotizaciones (1981).
7. **Leandro Prados de la Escosura:** Comercio exterior y crecimiento económico en España, 1826-1913: tendencias a largo plazo (1982).
8. **Daniel Peña Sánchez de Rivera y Nicolás Sánchez-Albornoz:** Dependencia dinámica entre precios agrícolas. El trigo en España, 1857-1890. Un estudio empírico (1983).
9. **Esteban Hernández Esteve:** Creación del Consejo de Hacienda de Castilla, 1523-1525 (vol. extra) (1983) (*).

10. **Antonio Gómez Mendoza:** Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. I: Cereales, harinas y vinos (vol. extra) (1984).
11. **Ricardo Robledo Hernández:** La renta de la tierra en Castilla la Vieja y León (1836-1913) (1984).
12. **Pablo Martín Aceña:** La cantidad de dinero en España, 1900-1935 (1985).
13. **Antonio Gómez Mendoza:** Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. **Esteban Hernández Esteve:** Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. **Esperanza Frax Rosales:** El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. **Esteban Hernández Esteve:** Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. **Alonso de Ojeda Eiseley:** Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 7801 **Vicent Poveda y Ricardo Sanz:** Análisis de regresión: algunas consideraciones útiles para el trabajo empírico (*).
- 7802 **Julio Rodríguez López:** El PIB trimestral de España, 1958-1975. Avance de cifras y comentarios (*). (Publicadas nuevas versiones en Documentos de Trabajo, núms. 8211 y 8301).
- 7803 **Antoni Espasa:** El paro registrado no agrícola 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas (*). (Publicado en Estudios Económicos, núm. 15).
- 7804 **Pedro Martínez Méndez y Raimundo Poveda Anadón:** Propuestas para una reforma del sistema financiero.
- 7805 **Gonzalo Gil:** Política monetaria y sistema financiero. Respuestas al cuestionario de la CEE sobre el sistema financiero español (*). (Publicada una versión actualizada en Documentos de Trabajo, núm. 8001).
- 7806 **Ricardo Sanz:** Modelización del índice de producción industrial y su relación con el consumo de energía eléctrica.
- 7807 **Luis Angel Rojo y Gonzalo Gil:** España y la CEE. Aspectos monetarios y financieros (*).
- 7901 **Antoni Espasa:** Modelos ARIMA univariantes, con análisis de intervención para las series de agregados monetarios (saldos medios mensuales) M_3 y M_2 .
- 7902 **Ricardo Sanz:** Comportamiento del público ante el efectivo (*).
- 7903 **Nicolás Sánchez-Albornoz:** Los precios del vino en España 1861-1890 (Vol. I. Crítica de la fuente).
- 7904 **Nicolás Sánchez-Albornoz:** Los precios del vino en España 1861-1890 (Vol. II. Series provinciales).
- 7905 **Antoni Espasa:** Un modelo diario para la serie de depósitos en la banca: primeros resultados y estimación de los efectos de las huelgas de febrero de 1979.
- 7906 **Agustín Maravall:** Sobre la identificación de series temporales multivariantes (*).
- 7907 **Pedro Martínez Méndez:** Los tipos de interés del Mercado Interbancario.
- 7908 **Traducción de Enrique Giménez Arnau:** Board of Governors of the Federal Reserve System-Regulations AA-D-K-L-N-O-Q (*).
- 7909 **Agustín Maravall:** Effects of alternative seasonal adjustment procedures on monetary policy.
- 8001 **Gonzalo Gil:** Política monetaria y sistema financiero. Respuestas al cuestionario de la CEE sobre el sistema financiero español (*). (Publicada una versión ampliada en Estudios Económicos, núm. 29).
- 8002 **Traducción de Enrique Giménez-Arnau:** Empresas propietarias de banco. Bank Holding Company Act-Regulation «Y» (*).
- 8003 **David, A. Pierce, Darrell W. Parke y William P. Cleveland (Federal Reserve Board) y Agustín Maravall (Bank of Spain):** Uncertainty in the monetary aggregates: sources, measurement and policy effects.
- 8004 **Gonzalo Gil:** Sistema financiero español (*). (Publicada una versión actualizada en Estudios Económicos, núm. 29).

- 8005 **Pedro Martínez Méndez**: Monetary control by control of the monetary base: the spanish experience. (Publicada una versión castellana en Estudios Económicos, núm. 20).
- 8101 **Agustín Maravall (Bank of Spain) y David A. Pierce (Federal Reserve Board)**: Errors in preliminary money stock data and monetary aggregate targeting.
- 8102 **Antoni Espasa**: La estimación de los componentes tendencial y cíclico de los indicadores económicos.
- 8103 **Agustín Maravall**: Factores estacionales de los componentes de M_3 . Proyecciones para 1981 y revisiones, 1977-1980.
- 8104 **Servicios de Estudios**: Normas relativas a las operaciones bancarias internacionales en España.
- 8105 **Antoni Espasa**: Comentarios a la modelización univariante de un conjunto de series de la economía española.
- 8201 **Antoni Espasa**: El comportamiento de series económicas: movimientos atípicos y relaciones a corto y largo plazo.
- 8202 **Pedro Martínez Méndez e Ignacio Garrido**: Rendimientos y costes financieros en el Mercado Bursátil de Letras.
- 8203 **José Manuel Olarra y Pedro Martínez Méndez**: La Deuda Pública y la Ley General Presupuestaria.
- 8204 **Agustín Maravall**: On the political economy of seasonal adjustment and the use of univariate time-series methods.
- 8205 **Agustín Maravall**: An application of nonlinear times series forecasting.
- 8206 **Ricardo Sanz**: Evaluación del impacto inflacionista de las alzas salariales sobre la economía española en base a las tablas input-output.
- 8207 **Ricardo Sanz y Julio Segura**: Requerimientos energéticos y efectos del alza del precio del petróleo en la economía española.
- 8208 **Ricardo Sanz**: Elasticidades de los precios españoles ante alzas de diferentes inputs.
- 8209 **Juan José Dolado**: Equivalencia de los tests del multiplicador de Lagrange y F de exclusión de parámetros en el caso de contrastación de perturbaciones heterocedástica.
- 8210 **Ricardo Sanz**: Desagregación temporal de series económicas. (Publicada una versión ampliada en Estudios Económicos, núm. 22) (*).
- 8211 **Julio Rodríguez y Ricardo Sanz**: Trimestralización del producto interior bruto por ramas de actividad. (Véase Documento de Trabajo, núm. 8301).
- 8212 **Servicio de Estudios. Estadística**: Mercado de valores: Administraciones Públicas. Series Históricas (1962-1981).
- 8213 **Antoni Espasa**: Una estimación de los cambios en la tendencia del PIB no agrícola, 1964-1981.
- 8214 **Antoni Espasa**: Problemas y enfoques en la predicción de los tipos de interés.
- 8215 **Juan José Dolado**: Modelización de la demanda de efectivo en España (1967-1980).
- 8216 **Juan José Dolado**: Contrastación de hipótesis no anidadas en el caso de la demanda de dinero en España.
- 8301 **Ricardo Sanz**: Trimestralización del PIB por ramas de actividad. Series revisadas.
- 8302 **Servicio de Estudios. Estadística**: Cuadro de flujos financieros de la economía española (1971-1981) (*).
- 8303 **José María Bonilla Herrera y Juan José Camio de Allo**: El comercio mundial y el comercio exterior de España en el período 1970-1981: algunos rasgos básicos.
- 8304 **Eloísa Ortega**: Índice de precios al consumo e índice de precios percibidos.
- 8305 **Servicio de Estudios. Estadística**: Mercado de Valores: Instituciones financieras: Renta fija. Series Históricas (1962-1982).
- 8306 **Antoni Espasa**: Deterministic and stochastic seasonality: a univariate study of the spanish industrial production Index.
- 8307 **Agustín Maravall**: Identificación de modelos dinámicos con errores en las variables.
- 8308 **Agustín Maravall (Bank of Spain) y David A. Pierce (Federal Reserve Board)**: The transmission of data noise into policy noise in monetary control.
- 8309 **Agustín Maravall**: Depresión, euforia y el tratamiento de series maniaco-depresivas: el caso de las exportaciones españolas.

- 8310 **Antoni Espasa:** An econometric study of a monthly indicator of economic activity.
- 8311 **Juan José Dolado:** Neutralidad monetaria y expectativas racionales: alguna evidencia en el caso de España.
- 8312 **Ricardo Sanz:** Análisis cíclicos. Aplicación al ciclo industrial español.
- 8313 **Ricardo Sanz:** Temporal disaggregation methods of economic time series. (Publicada versión castellana en Estudios Económicos, núm. 22).
- 8314 **Ramón Galián Jiménez:** La función de autocorrelación extendida: su utilización en la construcción de modelos para series temporales económicas.
- 8401 **Antoni Espasa y María Luisa Rojo:** La descomposición del indicador mensual de cartera de pedidos en función de sus variables explicativas.
- 8402 **Antoni Espasa:** A quantitative study of the rate of change in Spanish employment.
- 8403 **Servicio de Producción y Demanda Interna:** Trimestralización del PIB por ramas de actividad, 1975-1982.
- 8404 **Agustín Maravall:** Notas sobre la extracción de una señal en un modelo ARIMA.
- 8405 **Agustín Maravall:** Análisis de las series de comercio exterior —I—.
- 8406 **Ignacio Mauleón:** Aproximaciones a la distribución finita de criterios Ji-cuadrado: una nota introductoria.
- 8407 **Agustín Maravall:** Model-based treatment of a manic-depressives series.
- 8408 **Agustín Maravall:** On issues involved with the seasonal adjustment of time series.
- 8409 **Agustín Maravall:** Análisis de las series de comercio exterior —II—.
- 8410 **Antoni Espasa:** El ajuste estacional en series económicas.
- 8411 **Javier Ariztegui y José Pérez:** Recent developments in the implementation of monetary policy.
- 8412 **Salvador García-Atance:** La política monetaria en Inglaterra en la última década.
- 8413 **Ignacio Mauleón:** Consideraciones sobre la determinación simultánea de precios y salarios.
- 8414 **María Teresa Sastre y Antoni Espasa:** Interpolación y predicción en series económicas con anomalías y cambios estructurales: los depósitos en las cooperativas de crédito.
- 8415 **Antoni Espasa:** The estimation of trends with breaking points in their rate of growth: the case of the Spanish GDP.
- 8416 **Antoni Espasa, Ascensión Molina y Eloísa Ortega:** Forecasting the rate of inflation by means of the consumer price index.
- 8417 **Agustín Maravall:** An application of model-based signal extraction.
- 8418 **John T. Cuddington y José M. Viñals:** Budget deficits and the current account in the presence of classical unemployment.
- 8419 **John T. Cuddington y José M. Viñals:** Budget deficits and the current account: and intertemporal disequilibrium approach.
- 8420 **Ignacio Mauleón y José Pérez:** Interest rates determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain.
- 8421 **Agustín Maravall:** A note on revisions in arima-based signal extraction.
- 8422 **Ignacio Mauleón:** Factores de corrección para contrastes en modelos dinámicos.
- 8423 **Agustín Maravall y Samuel Bentolila:** Una medida de volatilidad en series temporales con una aplicación al control monetario en España.
- 8501 **Agustín Maravall:** Predicción con modelos de series temporales.
- 8502 **Agustín Maravall:** On structural time series models and the characterization of componts.
- 8503 **Ignacio Mauleón:** Predicción multivariante de los tipos interbancarios.
- 8504 **José Viñals:** El déficit público y sus efectos macroeconómicos: algunas reconsideraciones.
- 8505 **José Luis Malo de Molina y Eloísa Ortega:** Estructuras de ponderación y de precios relativos entre los deflatores de la Contabilidad Nacional.
- 8506 **José Viñals:** Gasto público, estructura impositiva y actividad macroeconómica en una economía abierta.
- 8507 **Ignacio Mauleón:** Una función de exportaciones para la economía española.

- 8508 **Juan José Dolado, José Luis Malo de Molina y A. Zabalza:** El desempleo en el sector industrial español: algunos factores explicativos. (Edición revisada en noviembre 1985. Existe una versión en inglés de abril 1985).
- 8509 **Ignacio Mauleón:** Stability testing in regression models.
- 8510 **Ascensión Molina y Ricardo Sanz:** Un indicador mensual del consumo de energía eléctrica para usos industriales, 1976-1984.
- 8511 **Juan José Dolado y José Luis Malo de Molina:** An expectational model of labour demand in Spanish industry.
- 8512 **Jesús Albarracín y Alfonso Yago:** Agregación de la Encuesta Industrial en los 15 sectores de la Contabilidad Nacional de 1970.
- 8513 **Juan José Dolado, José Luis Malo de Molina y Eloísa Ortega:** Respuestas en el deflactor del valor añadido en la industria ante variaciones en los costes laborales unitarios.
- 8514 **Ricardo Sanz:** Trimestralización del PIB por ramas de actividad, 1964-1984.
- 8515 **Ignacio Mauleón:** La inversión en bienes de equipo: determinantes y estabilidad.
- 8516 **Antoni Espasa y Ramón Galián:** Parsimony and omitted factors: the airline model and the census X-11 assumptions.
- 8517 **Ignacio Mauleón:** A stability test for simultaneous equation models.
- 8518 **José Viñals:** ¿Aumenta la apertura financiera exterior las fluctuaciones del tipo de cambio? (Publicada simultáneamente una edición en inglés con el mismo número).
- 8519 **José Viñals:** Deuda exterior y objetivos de balanza de pagos en España: un análisis de largo plazo.
- 8520 **José Marín Arcas:** Algunos índices de progresividad de la imposición estatal sobre la renta en España y otros países de la OCDE.
- 8601 **Agustín Maravall:** Revisions in ARIMA signal extraction.
- 8602 **Agustín Maravall y David A. Pierce:** A prototypical seasonal adjustment model.
- 8603 **Agustín Maravall:** On minimum mean squared error estimation of the noise in unobserved component models.
- 8604 **Ignacio Mauleón:** Testing the rational expectations model.
- 8605 **Ricardo Sanz:** Efectos de variaciones en los precios energéticos sobre los precios sectoriales y de la demanda final de nuestra economía.
- 8606 **Francisco Martín Bourgón:** Índices anuales de valor unitario de las exportaciones: 1972-1980 (*).
- 8607 **José Viñals:** La política fiscal y la restricción exterior. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 8608 **José Viñals y John Cuddington:** Fiscal policy and the current account: what do capital controls do?
- 8609 **Gonzalo Gil:** Política agrícola de la Comunidad Económica Europea y montantes compensatorios monetarios.
- 8610 **José Viñals:** ¿Hacia una menor flexibilidad de los tipos de cambio en el Sistema Monetario Internacional?
- 8701 **Agustín Maravall:** The use of ARIMA models in unobserved components estimation: an application to Spanish monetary control.
- 8702 **Agustín Maravall:** Descomposición de series temporales: especificación, estimación e inferencia (con una aplicación a la oferta monetaria en España).
- 8703 **José Viñals y Lorenzo Domingo:** La peseta y el Sistema Monetario Europeo: un modelo del tipo de cambio peseta-marco.
- 8704 **Gonzalo Gil:** The functions of the Bank of Spain.
- 8705 **Agustín Maravall:** Descomposición de series temporales, con una aplicación a la oferta monetaria en España: comentarios y contestación.
- 8706 **P. L'Hotellerie y J. Viñals:** Tendencias del comercio exterior español. Apéndice estadístico.
- 8707 **Anindya Banerjee y J. Dolado:** Tests of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis in the Presence of Random Walks: Asymptotic Theory and Small-Sample Interpretations.
- 8708 **Juan J. Dolado y Tim Jenkinson:** Cointegration: A survey of recent developments.
- 8709 **Ignacio Mauleón:** La demanda de dinero reconsiderada.

- 8801 **Agustín Maravall**: Two papers on ARIMA signal extraction.
- 8802 **Juan José Camio y José Rodríguez de Pablo**: El consumo de alimentos no elaborados en España: Análisis de la información de MERCASA.
- 8803 **Agustín Maravall y Daniel Peña**: Missing Observations in Time Series and the «DUAL» Autocorrelation Function.
- 8804 **José Viñals**: El Sistema Monetario Europeo. España y la política macroeconómica. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 8805 **Antoni Espasa**: Métodos cuantitativos y análisis de la coyuntura económica.
- 8806 **Antoni Espasa**: El perfil de crecimiento de un fenómeno económico.
- 8807 **Pablo Martín Aceña**: Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962.
- 8808 **Rafael Repullo**: Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: un análisis teórico.
- 8901 **M.^a de los Llanos Matea Rosa**: Funciones de transferencia simultáneas del índice de precios al consumo de bienes elaborados no energéticos.

LIBROS

- Gabriel Tortella Casares (y otros)**: Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX (1970). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 625 ptas. (*).
- Felipe Ruiz Martín (y otros)**: El Banco de España. Una historia económica (1970). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). Ed. normal: 2.300 ptas.; Ed. lujo: 2.875 ptas.
- Gabriel Tortella Casares**: La banca española en la Restauración (2 vols.) (1974). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.000 ptas.
- Nicolás Sánchez Albornoz**: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. I: Trigo y cebada (1975). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 500 ptas.
- Miguel Artola**: Los ferrocarriles en España, 1844-1943 (2 vols.) (1978). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 2.000 ptas.
- Eduardo Martínez de Salinas y Mendoza**: Legislación bancaria y crediticia española (1978). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.800 ptas.
- Banco de España**: Los billetes del Banco de España, 1782-1979 (1979). (*Distribuidor: Espasa-Calpe*).
- Pedro Silvestre Pérez**: Contabilidad bancaria (1981). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 2.100 ptas.
- Nicolás Sánchez Albornoz y Teresa Carnero Arbat**: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. II: Vino y aceite (1981). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 2.500 ptas.
- Miguel Artola**: La Hacienda del antiguo régimen (1982). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).
- La economía española al final del antiguo régimen (4 vols.)**: I. Agricultura: Edición e introducción de Gonzalo Anes. II. Manufacturas: Edición e introducción de Pedro Tedde. III. Comercio y Colonias: Edición e introducción de Josep Fontana. IV. Instituciones: Edición e introducción de Miguel Artola (1982). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).
- Ramón Santillán**: Memoria histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España. —Reimp. 1865— (1982). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 500 ptas.
- Pedro Silvestre Pérez**: Contabilidad de cajas de ahorro (1982). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 1.800 ptas.
- Exposición conmemorativa de la fundación del Banco de San Carlos, 1982. Madrid**: El Banco de España. Dos siglos de historia, 1782-1982. Exposición... (1982). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 2.500 ptas. (*).
- Gonzalo Pérez de Armiñán**: Legislación bancaria española (6.^a edición, 1983). (*Distribuidor: Editorial Marcial Pons*) (*).
- Gonzalo Anes, Luis Angel Rojo, Pedro Tedde (y otros)**: Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).

Congreso sobre archivos económicos de entidades privadas. I. 1982. Madrid: Actas del primer congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 500 ptas.

Ubaldo Nieto de Alba: Matemática financiera y cálculo bancario (1985). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 800 ptas.

Miguel Artola: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).

Teresa Tortella Casares: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.500 ptas.

Servicios Jurídicos del Banco de España: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa autonómica (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 5.000 ptas.

Joaquín Muns: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).

Banco de España: Soluciones a los ejercicios propuestos en los Concursos-oposición para cubrir plazas de Inspectores de los Servicios de Inspección de Entidades de Crédito y Ahorro (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 3.000 ptas.

Jesús María Ruiz Amestoy: Matemática financiera (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 2.900 ptas.

Jesús María Ruiz Amestoy: Matemática financiera. Ejercicios resueltos (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 2.900 ptas.

Pedro Pedraja García: Contabilidad y análisis de balances en la banca (1986). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 3.000 ptas.

Juan Sardá Dexeus: Escritos [1948-1980] (1987). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 2.000 ptas.

Gonzalo Anes Alvarez: Monedas Hispánicas, 1475-1598 (1987). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 4.000 ptas.

Pedro Silvestre Pérez: Los flujos externos de las empresas: Cálculo y análisis según la metodología de la Central de Balances del Banco de España (1987). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 2.000 ptas.

Banco de España: Anotaciones en cuenta de deuda del Estado (1987). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 2.500 ptas.

Lucas Alvarez Marcos: Sector exterior y actividad bancaria (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 3.000 ptas.

Enrique Giménez-Arnau: Introducción a la contabilidad (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Centro de Formación*). 500 ptas.

Servicios Jurídicos del Banco de España: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.000 ptas.

Servicios Jurídicos del Banco de España: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.500 ptas.

Congreso sobre archivos económicos de entidades privadas. II. 1986. Madrid: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 1.000 ptas.

Servicios Jurídicos del Banco de España: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa general. 2.^a ed. (1988). (*Distribuidor: Banco de España. Sección de Publicaciones*). 14.000 ptas.

Pedro Tedde de Lorca: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988). (*Distribuidor: Alianza Editorial*).

DISTRIBUCION, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCION

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual y Apéndice estadístico: (1) gratuito **Boletines Económico y Estadístico** (2):

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripciones a Boletín Económico: 11.660 ptas.
Suscripciones a Boletín Estadístico: 11.660 ptas.
Suscripciones a ambos boletines: 17.490 ptas.
Ejemplar suelto: 1.166 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripciones a Boletín Económico: 11.000 ptas.
Suscripciones a Boletín Estadístico: 11.000 ptas.
Suscripciones a ambos boletines: 16.500 ptas.
Ejemplar suelto: 1.100 ptas.

Extranjero:

- *Europa*: 28.000 ptas.
- *América*: 40.000 ptas.
- *Resto del mundo*: 45.000 ptas.
- Ejemplar suelto: 3.000 ptas.

Boletín Estadístico e Indicadores Económicos en cintas magnéticas (4):

España

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripción anual: 79.500 ptas.
Cinta suelta: 7.420 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripción anual: 75.000 ptas.
Cinta suelta: 7.000 ptas.

Extranjero:

- *Europa*:
Suscripción anual: 100.000 ptas.
Cinta suelta: 10.000 ptas.
- *Resto del mundo*:
Suscripción anual: 125.000 ptas.
Cinta suelta: 12.500 ptas.

Análisis económico financiero de la Central de Balances: Edición 1988.

Avance resultados ejercicios 1986-1987:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3): 1.590 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla*: 1.500 ptas.

Cinta magnética normalizada de la Central de Balances:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripción anual: 397.500 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripción anual: 375.000 ptas.

Estudios individuales de la Central de Balances (5)

Estudios de encargo de la Central de Balances: Precio según presupuesto adaptado a cada petición (6).

Indicadores económicos:

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripción anual: 47.700 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripción anual: 45.000 ptas.

Extranjero:

- Suscripción anual: 90.000 ptas.

Circulares a entidades de crédito:

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripción anual: 10.600 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripción anual: 10.000 ptas.

Extranjero:

- Suscripción anual: 25.000 ptas.

Registros de entidades de crédito:

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3): 1.060 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla*: 1.000 ptas.

Boletín de anotaciones en cuenta:

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Suscripción anual: 19.080 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Suscripción anual: 18.000 ptas.

Estudios Económicos (serie azul) y Estudios de Historia Económica (serie roja):

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3):
Volumen normal: 530 ptas.
Volumen extra: 1.060 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla:*
Volumen normal: 500 ptas.
Volumen extra: 1.000 ptas.

Extranjero:

- Volumen normal: 1.500 ptas.
- Volumen extra: 3.000 ptas.

Documentos de trabajo:

España:

- *Territorio peninsular y Baleares* (3): 212 ptas.
- *Canarias, Ceuta y Melilla*: 200 ptas.

Extranjero: 500 ptas.

Libros (7)

(1) El *Apéndice estadístico*, incorpora, entre otros trabajos, las «Cuentas financieras de la economía española».

(2) La suscripción al *Boletín Económico y/o Estadístico* incluye el envío gratuito del «Informe anual» y del suplemento «Boletín Estadístico. Notas». La distribución al extranjero será por vía aérea.

(3) IVA incluido.

(4) La suscripción al *Boletín Estadístico e Indicadores Económicos* en cintas magnéticas incluye la información contenida en dichas publicaciones, pero con las «Series Históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín Estadístico*, del suplemento «Boletín Estadístico. Notas» y de las especificaciones técnicas y de manejo de las cintas.

(5) Se envía, sin solicitud previa, sólo a empresas colaboradoras y referidos a sus propios datos.

(6) Dirigir las solicitudes a la Central de Balances. Servicio de Difusión (Plaza del Rey, n.º 6. Teléfonos 531 40 29 y 532 37 45). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.

(7) El precio de los libros que distribuye el Banco de España aparece detrás de cada título. A estos precios hay que añadir un 6 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para envíos al extranjero, consultar precios.

Información: Banco de España
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión
Teléfono 446 90 55, ext. 2180. —Alcalá, 50. 28014 Madrid

